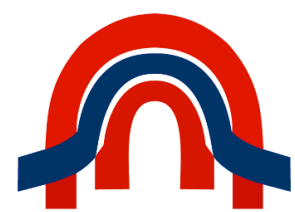


As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados

Tânia Pacheco

ISCAC | 2019



Instituto Politécnico de Coimbra  
Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

Tânia Pacheco

# As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados

Coimbra, Abril de 2019





Instituto Politécnico de Coimbra  
Instituto Superior de Contabilidade  
e Administração de Coimbra

Tânia Pacheco

## As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial realizada sob a orientação da Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis, Professora Coordenadora no Instituto Superior Contabilidade e Administração de Coimbra.

Coimbra, abril de 2019

## **TERMO DE RESPONSABILIDADE**

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

The problem with business people is that if you act like a loser, they will treat you as a loser - you set the yardstick yourself. There is no absolute measure of good or bad. It is not what you are telling people, it is how you are saying it.

Nassim Nicholas Taleb

## **DEDICATÓRIA**

Aos meus pais, por estarem incondicionalmente ao meu lado.

## **AGRADECIMENTOS**

Termina um projeto importante da minha vida. Não poderia deixar de expressar o mais profundo agradecimento a todos aqueles que me apoiaram nesta longa caminhada e contribuíram para a realização deste trabalho.

À minha orientadora Doutora Cristina Góis, por toda a disponibilidade e orientação prestada, pelo apoio incondicional e compreensão que sempre manifestou.

À minha família, o meu porto de abrigo. À minha mãe, minha melhor amiga e conselheira, agradeço toda a confiança que deposita em mim, o apoio e coragem que sempre me transmite. Ao meu pai pela educação, incentivo e por aceitar todas as decisões por mim tomadas. Ao Carlos pelo carinho, compreensão, dedicação e apoio nos momentos mais difíceis. À Cláudia por ser a minha companheira nesta viagem desde o primeiro dia.

Por último, não menos importante, agradeço aos meus amigos, colegas de curso e a todos os restantes professores que comigo partilharam o seu saber.

A todos,

O meu muito obrigada.

## RESUMO

**Palavras-chave:** Linguagem, Palavras, Comunicado, Otimismo

Esta investigação tem como objetivo analisar de que forma a linguagem usada nos comunicados de imprensa trimestrais sobre resultados das empresas portuguesas com valores cotados está relacionada com o seu desempenho (EBITDA). A análise tem em consideração a divulgação de informações positivas sobre o desempenho das empresas (palavras otimistas), a divulgação de informações negativas (palavras pessimistas) e uma variável que inclui também a linguagem otimista e pessimista. Foram analisados os comunicados de resultados divulgados entre os anos de 2014 e 2017 das empresas portuguesas com valores cotados na bolsa de valores de Lisboa (Euronext) constituintes do índice PSI-20. A base de dados é composta por 273 comunicados de resultados relativos a 18 empresas e um total de 923.473 palavras sobre o resultado das empresas. A análise descritiva das palavras utilizadas pelas empresas sugere que os comunicados sobre resultados são quantitativamente mais otimistas que pessimistas. Com a realização de uma análise multivariada, o EBITDA revelou-se significativo em relação à linguagem otimista, sugerindo que empresas com melhor desempenho divulgam os seus resultados trimestrais de forma mais otimista. Por outro lado, foi possível verificar uma correlação significativa existente entre o uso de linguagem predominantemente pessimista e as empresas como menor dimensão, sugerindo que a utilização de palavras predominantemente pessimistas tende a ser maior por parte de empresas com menor dimensão.



## **ABSTRACT**

**Keywords:** Language, Words, Disclosure, Optimism

This research aims to analyze how the language used in quarterly press releases about the results of Portuguese companies with quoted values is related to their performance (EBITDA). The analysis considers the dissemination of positive information about company performance (optimistic words), the dissemination of negative information (pessimistic words) and a variable that also includes optimistic and pessimistic language. We analyzed the earnings releases published between 2014 and 2017 of the Portuguese companies with listed prices on the Lisbon stock exchange (Euronext) constituting the PSI-20 index. The database is made up of 273 announcements of results relating to 18 companies and a total of 923,473 words on the result of the companies. The descriptive analysis of words used by firms suggests that reporting on results is quantitatively more optimistic than pessimistic. With a multivariate analysis, EBITDA was significant in relation to the optimistic language, suggesting that companies with better performance publish their quarterly results in a more optimistic way. On the other hand, it was possible to verify a significant correlation between the use of predominantly pessimistic language and companies as a smaller dimension, suggesting that the use of predominantly pessimistic words tends to be greater by smaller companies.

# ÍNDICE GERAL

1.	INTRODUÇÃO .....	1
1.1	Formulação do problema.....	3
1.2	Objetivos .....	4
1.3	Justificação do tema .....	5
2	ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	6
2.1	Otimismo e Pessimismo (Tom Linguístico) .....	6
2.2	Comunicados de Imprensa sobre Resultados .....	9
2.3	Assimetria Informacional.....	12
2.4	<i>Impression Management</i> .....	15
2.4.1	Teoria da Sinalização .....	15
2.4.2	Estratégias de <i>Impression Management</i> .....	16
3	METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....	20
3.1	Seleção da amostra de empresas e período da investigação .....	22
3.2	Definição operacional e recolha da variável de interesse .....	24
3.3	Modelos Empíricos .....	25
4.3.1.	Modelo de Huang et al. (2014) .....	26
4.3.2.	Modelo de Davis et al. (2014) .....	28
3.4	Outras metodologias de investigação.....	31
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS .....	38
5	CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS .....	52
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	56
	APÊNDICES .....	61
	APÊNDICE 1. EXEMPLOS DE COMUNICADOS .....	62
	APÊNDICE 2. EXEMPLOS DE PALAVRAS OTIMISTAS .....	63

APÊNDICE 3. EXEMPLOS DE PALAVRAS PESSIMISTAS .....	64
APÊNDICE 4. CONTAGEM DAS PALAVRAS PARA A LINGUAGEM .....	65
APÊNDICE 4. CONTINUAÇÃO .....	66

## ÍNDICE DE FIGURAS

**FIGURA 1** – Estratégias de *Impression Management* nas narrativas dos documentos societários

## **ÍNDICE DE TABELAS**

**TABELA 1** – Estudos sobre a manipulação da impressão e os principais resultados obtidos

**TABELA 2** – Número de comunicados analisados por empresa

**TABELA 3** – Número de comunicados por setor de atividade

**TABELA 4** – Percentagem de empresas com comunicado

**TABELA 5** – Percentagem de empresas com comunicado por setor de atividade

**TABELA 6** – Análise descritiva univariada

**TABELA 7** – Análise da distribuição (teste Kolmogorov-Smirnov)

**TABELA 8** – Análise comparativa do conteúdo dos comunicados ao longo dos 4 anos

**TABELA 9** – Diferenças entre setores de atividade no que respeita à variação do número de palavras otimistas

**TABELA 10** – Diferenças entre setores de atividade no que respeita à variação do número de palavras pessimistas

**TABELA 11** – Regressão Linear Múltipla com Método por Etapas (Stepwise) para identificação de fatores determinantes do uso de palavras otimistas

**TABELA 12** – Coeficientes de Regressão Linear Múltipla explicativos do uso de palavras otimistas

**TABELA 13** – Pressupostos de avaliação do modelo de regressão linear múltipla para explicação dos fatores determinantes do uso de palavras otimistas

**TABELA 14** – Regressão Linear Múltipla com Método por Etapas para identificação de fatores determinantes do uso de palavras pessimistas

**TABELA 15** – Pressupostos de avaliação do modelo de regressão linear múltipla para explicação dos fatores determinantes do uso de palavras pessimistas

**TABELA 16** – Pressupostos de avaliação do modelo de regressão linear múltipla para explicação dos fatores determinantes do uso de palavras pessimistas

## **Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas**

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CdVM – Código dos Valores Mobiliários

ICB – Industry Classification Benchmark

PSI – Portuguese Stock Index

SPSS - Statistical Package for the Social Sciences

IM – *Impression Management*

## **1. INTRODUÇÃO**

As palavras importam? A pergunta, apesar de parecer uma mera curiosidade, tem a sua razão de ser. Afinal, como diz um provérbio antigo: “Não basta ser. É preciso parecer.”

Esta discussão nas áreas das ciências empresariais é antiga, mas é ainda um tema bastante atual. Um caso recente sobre esta problemática, ganhou manchetes na esfera dos negócios (Gradilone, 2015):

Uma palavra nunca teve tanto significado. O desaparecimento do termo “paciente” do comunicado mais recente, emitido pelo *Federal Reserve* (Fed, o banco central americano) na quarta-feira 18, causou comoção nos mercados em todo o mundo. O índice Standard & Poor’s de 500 ações (S&P 500) subiu 1,2% na quarta-feira, para recuar 0,5% na quinta-feira 19. Em Londres, o comportamento foi semelhante. O que parece ser uma discussão meramente semântica camufla a discussão económica mais importante desta década. Em 2008, a crise do *subprime* provocou um terremoto no sistema financeiro e lançou a Europa, os Estados Unidos e o Japão nos abismos da recessão, gerando a pior crise desde 1929.

O contexto da citação é o seguinte: as taxas de juros nos Estados Unidos, e em muitos outros países, segundo Rushe (2015), têm sido mantidas próximas de zero desde o início da crise financeira ocorrida no ano de 2008. Porém, durante um determinado período anterior a essa perturbação, o Fed manteve a afirmação de que o banco central dos EUA pretendia manter-se “paciente”, conservador, no sentido de aguardar por mais sinais de que a economia do país estaria decididamente no caminho desejado antes de voltar a subir as taxas de juros.

O caso apresentado permite-nos concluir que efetivamente as palavras importam. Mais concretamente a escolha das palavras que são utilizadas nos discursos podem ser determinantes para expressar uma determinada mensagem.

O uso de cada palavra e a sua divulgação são acompanhados de perto por Wall Street e também pelos investidores um pouco por todo o mundo. Estudos que salientam a importância das palavras não são recentes, como, por exemplo, o trabalho de Stone, Dunphy, Smith e Ogilvie (1966) que associa as palavras a comportamentos no contexto

de atividades do ramo das finanças e economia. Para estes autores, as palavras são artefactos humanos por excelência, produtos de construções sociais e experiências.

Na mesma linha, estudos como Schleicher e Walker (2010) propõem quantificar a tendência nas previsões sobre o desempenho nos resultados, associando empresas que apresentam um grau mais elevado de risco nas suas operações e o uso mais acentuado de linguagem otimista ao descrever as expectativas para as suas operações futuras.

Esta investigação propõe abordar este ramo da literatura contabilística: o estudo das palavras, linguagem e comunicados, de forma a compreender melhor aspetos relacionados com liderança empresarial e o uso da informação contabilística para retratar e influenciar a perceção da imagem das entidades. Para fins desta dissertação, a narrativa utilizada na divulgação das informações será denominada de tom<sup>1</sup>.

A premissa básica que justifica a importância de estudar os comunicados é a perceção de que as informações de natureza quantitativa comumente evidenciadas não permitem por si só a apresentação de um retrato fiel da situação das empresas, mais especificamente no que se refere ao desempenho e outros aspetos económicos.

Conforme exposto por Huang, Teoh e Zhang (2014), os utilizadores das informações evidenciadas pelas empresas também fazem uso da retórica utilizada nesses mesmos relatórios que, com alguma frequência, apresentam mensagens de natureza qualitativas acompanhadas por evidenciações de natureza quantitativa. Huang et al. (2014) analisa a colocação de linguagem otimista nas avaliações de desempenho anuais em nome dos gestores. Para estes autores, o tom otimista nas divulgações pode surgir por várias razões. Pode ser apenas uma expressão de um bom desempenho atual. Por outro lado, o tom pode ser tendencioso de maneira otimista por diversas razões: a predominância de linguagem otimista pode ser utilizada pelos gestores/administradores para sinalizar aos investidores informações sobre o desempenho futuro positivo que as divulgações quantitativas atuais não conseguem revelar, devido talvez a restrições nas normas contabilísticas. Não obstante, a tendência positiva também pode ser resultado da tentativa estratégica do gestor/administrador de mascarar a perceção do desempenho desfavorável ou exagerar na

---

<sup>1</sup> A nomenclatura linguagem também é utilizada nos trabalhos de Price, Doran, Peterson e Bliss (2012) e Allee e DeAngelis (2015) para se referirem à qualidade otimista e pessimista presente nas divulgações de resultados e relatórios financeiros



percepção dos investidores sobre o desempenho futuro, de modo a desinformar os investidores.

De facto, a temática da manipulação da informação contabilística está muito associada às fraudes empresariais, no que se refere à importância da ocultação das práticas fraudulentas e à manutenção dos esquemas. Segundo Costa e Wood Jr (2012, p.469), a fraude empresarial ocorre por conta de três condições antecedentes. A primeira delas é “(...) a conceção da fraude, a qual compreende a identificação de uma oportunidade para obter ganhos ilícitos (...)”. A segunda etapa compreende a implantação do esquema fraudulento, envolvendo a mobilização de recursos e a neutralização de sistemas de controlo. Satisfeitas essas duas condições, a terceira etapa tem que ver com a gestão da imagem da entidade. Os autores realçam que:

(...) A terceira etapa é a manutenção do esquema fraudulento, a qual compreende a gestão do esquema fraudulento e a manipulação da impressão, focado no público interno e para o público externo. De facto, a manipulação da impressão parece ser um fator crítico de sucesso para as fraudes empresariais. É a aplicação de técnicas de manipulação da imagem e dos sentidos que permite criar a ilusão de idoneidade e solidez por longos períodos, encobrindo a existência de práticas ilícitas.

Segundo Lopes e Martins (2005), os gestores, que detêm mais informação do que os investidores e utilizadores externos, fazem uso da contabilidade como um meio de exercitar a prática da comunicação seletiva, não fornecendo todas as informações disponíveis, mas precisamente aquelas que consideram ser as mais convenientes para seu próprio interesse.

## **1.1 Formulação do problema**

Estudos como Schleicher e Walker (2010) avaliam e propõem-se quantificar a tendência nas previsões sobre o desempenho nos negócios, associando empresas que apresentam um grau mais elevado de risco nas operações e o uso mais acentuado de linguagem otimista ao descrever as expectativas para operações futuras.

Esta investigação aborda o tema da apresentação das informações contabilísticas sob a forma de comunicados escritos assente na perspetiva da manipulação da impressão para contextualizar a forma como essas informações são apresentadas.

A pergunta de investigação que se coloca neste estudo e à qual tentaremos responder é a seguinte:

**De que forma a linguagem utilizada nos comunicados sobre os resultados está relacionada com o desempenho financeiro das empresas?**

Como consequência da questão de investigação enunciada, é necessário identificar a existência de tendências que sirvam como sinais de otimismo ou de pessimismo nos comunicados das empresas relativos às divulgações trimestrais de resultados e compreender se as escolhas linguísticas estão de alguma forma relacionadas com os resultados das empresas analisadas.

Deste modo, a hipótese de investigação a ser defendida é a de que o tom dos comunicados sobre os resultados das empresas está relacionado com desempenho financeiro das mesmas.

## **1.2 Objetivos**

O objetivo principal desta dissertação é o de investigar de que forma a linguagem empregue nos comunicados de apresentação de resultados está, ou não, relacionada com o desempenho financeiro das empresas.

Para atingir esse objetivo será delineada uma pesquisa de natureza empírica tendo como objeto de análise os comunicados de imprensa trimestrais, também designados *Press Release*, divulgados nas páginas das empresas portuguesas com valores cotados na bolsa de valores de Lisboa (Euronext).

Para atingir o objetivo geral desta investigação, foram traçados os seguintes objetivos específicos:

- a) verificar, com base na literatura existente, quais são os fatores determinantes da linguagem dos comunicados;
- b) descrever as principais práticas de utilização de linguagens otimistas e pessimistas nos comunicados de resultados trimestrais das empresas portuguesas com valores cotados na bolsa de valores de Lisboa (Euronext);
- c) verificar se a frequência de palavras otimistas (ou pessimistas) está relacionada com o resultado do período a que se refere a apresentação trimestral de resultados ou mesmo de períodos futuros; e

d) verificar se existe alguma relação entre o número de palavras utilizadas nos comunicados sobre resultados das empresas e a sua dimensão (Ativo e Volume de Negócios).

### **1.3 Justificação do tema**

Os resultados desta investigação são do interesse dos utilizadores da informação financeira, no sentido de que a mesma identifica e quantifica a existência de tendências na utilização de palavras otimistas e pessimistas na divulgação dos resultados.

Grande parte das pesquisas anteriores sobre este tema assumem que a mesma é feita de forma a manipular os utentes da informação (Neu, Warsame & Pedwell, 1998; García Osma & Guillamón-Saorín, 2011; Cho, Michelon & Patten, 2012). Neste sentido, o presente trabalho segue o raciocínio de Arena, Bozzolan e Michelon (2014), admitindo a perspectiva de fornecer informações para o aumento da transparência e não apenas o uso de narrativas com o propósito de manipular as opiniões dos utilizadores da informação.

A contabilidade deve fornecer aos seus utentes informações úteis e atempadas. Esta informação deve ser preparada de uma forma imparcial e representar uma imagem verdadeira e apropriada da situação da empresa.

A informação contabilística enquanto meio de transmissão de informação é capaz de influenciar a perceção que o mercado tem da empresa e, consequentemente, condicionar futuras relações contratuais.

Este estudo pretende explorar de que forma as empresas divulgam os seus comunicados, se o fazem de forma predominantemente otimista e se esse discurso está relacionado com o seu desempenho trimestral e anual. Pretende também pesquisar o facto de se tratarem de conceitos qualitativos sobre a interpretação de um comunicado como otimista ou pessimista. Desta forma rejeitamos a possibilidade de que uma informação otimista (palavras com emoções positivas) tenha *a priori* a mesma importância de uma informação negativa (palavras com emoções negativas).

## **2 ENQUADRAMENTO TEÓRICO**

No segundo capítulo é apresentado o enquadramento teórico do tema em estudo.

Inicialmente é analisado o principal tema do trabalho: a natureza da linguagem, descrevendo como é a relação entre otimismo e pessimismo na comunicação empresarial.

A subsecção seguinte trata dos comunicados de imprensa sobre resultados, objeto de análise deste trabalho. Nesta são apresentadas as investigações que também analisaram esta forma de divulgação e as principais conclusões desses estudos.

Posteriormente é analisada a questão intrínseca deste estudo: a assimetria informacional. O tema é relevante para o correto entendimento da investigação pois a mesma encontra-se assente no pressuposto de que as empresas analisadas possuem mais informações do que os agentes do mercado em geral, por terem acesso a informação privilegiada da sua atividade antes do mercado, e têm a possibilidade de as ter em conta na sua tomada de decisão.

Neste capítulo enquadrámos o *impression management* bem como a teoria subjacente a toda a investigação: a teoria da sinalização. De certa forma esta teoria complementa a assimetria informacional anteriormente referida, sendo uma reação das empresas à mesma. Neste sentido, o foco será nos potenciais sinais fornecidos aos utilizadores da informação, nomeadamente nos comunicados de resultados. A literatura reforça os laços entre estas duas teorias, a teoria da agência (na qual a assimetria informacional é uma característica implícita) e a teoria da sinalização, sendo possível combiná-las com o objetivo de antever as escolhas contabilísticas.

Por fim abordamos, embora sucintamente, as diversas estratégias de *impression management*, nomeadamente a manipulação de retórica.

### **2.1 Otimismo e Pessimismo (Tom Linguístico)**

Acreditamos que o sucesso das empresas está estreitamente relacionado com a imagem que é passada através dos seus comunicados, pois são estes que permitem obter uma vantagem competitiva para que estas se possam destacar positivamente.

De modo geral e intuitivo, qualquer pessoa associa otimismo a factos ou acontecimentos positivos e o pessimismo a algo negativo.

O estudo do otimismo, admitindo-o neste estudo como um sinónimo de tendência na tomada de decisões, segundo Barros e Silveira (2008), passa necessariamente pela temática do excesso de confiança<sup>2</sup>.

O trabalho de De Bondt e Thaler (1985) aborda o tema a partir de uma pergunta considerada fundamental pelos autores, e que dela deriva a noção de otimismo (em relação a uma reação neutra) ao manifestar um excesso de confiança: O que é uma reação apropriada? O termo reação excessiva traz consigo uma comparação implícita a algum grau de reação que é considerada apropriada.

Os mesmos autores acreditam que os indivíduos quando submetem as suas crenças a uma análise, tendem a atribuir um peso excessivo a informações e dados mais recentes e avaliar com menos segurança informações e dados mais antigos, o que faz com que esses indivíduos ajam como se fizessem previsões de acordo com uma simples regra de correspondência, formulada por Kahneman e Tversky (1977, p.15): "O valor previsto é escolhido de modo a que a posição na distribuição de resultados corresponda à sua posição na distribuição de impressões." Os autores ilustram essa regra com o seguinte exemplo:

Um editor reviu o manuscrito de um romance e ficou favoravelmente impressionado. Ele diz: "Este livro parece-me um best-seller. Entre os livros deste autor que foram publicados nos últimos anos, eu diria que apenas um em cada vinte me impressionaram mais". Se o editor agora for solicitado para estimar as vendas deste romance, ele provavelmente iria prever que ele estará entre os 5% mais vendidos.

E resumem o exemplo da seguinte forma:

Há evidências consideráveis de que as pessoas costumam prever acontecimentos combinando a previsão com a impressão. No entanto, esta regra de predição não é sólida porque não tem em conta a incerteza. O editor do nosso exemplo certamente admite que as vendas de livros são altamente imprevisíveis. Nesta situação de elevada incerteza, a melhor previsão das vendas de um livro deve tender entre o

---

<sup>2</sup> Os autores, apesar de reconhecerem as diferenças entre as duas categorias, no contexto da pesquisa, defendem que são sinónimos. Esta investigação admitirá o mesmo ponto de vista como válido.

valor que corresponde a uma impressão e a média de vendas para os livros de seu tipo.

Keynes (1982, p.128), na publicação *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*, já comentava a existência de reações exageradas por parte dos participantes do mercado, no que De Bondt e Thaler (1985) afirmam ser uma das mais antigas observações sobre o assunto: a existência de flutuações diárias nos lucros de um investimento, que eram obviamente de caráter efêmero e, segundo Keynes, insignificantes.

Lichtenstein, Fischhoff e Phillips (1982 De Bondt & Thaler 1994, p.6) referem que “(...) talvez a descoberta mais robusta da psicologia do julgamento seja que as pessoas são excessivamente confiantes” e uma manifestação deste fenómeno é a capacidade dos indivíduos sobrevalorizarem a confiança dos seus conhecimentos de forma a que, segundo os autores, “quando as pessoas dizem que têm 90% de certeza que um evento ocorrerá ou que uma afirmação é verdadeira, essas pessoas podem estar corretas apenas em 70% das vezes” (De Bondt & Thaler 1994, p.6).

Quanto ao excesso de confiança o mesmo tem sido associado, mais genericamente, à tendência de as pessoas sobrevalorizarem as suas próprias habilidades e conhecimentos. O trabalho de Barros e Silveira (2008) afirma que os estudos sobre o que vem a ser chamado de “ilusões positivas” mostram que as pessoas tendem a considerar-se melhores do que as outras. Taylor e Brown (1988) e Alicke, Klotz, Breitenbecher, Yurak e Vredenburg (1995) verificam que esses atributos assumem características sociais, morais ou se referem à habilidade propriamente dita, como por exemplo a crença da maioria dos condutores quanto à sua superioridade ao volante (Svenson, 1981).

Weinstein (1980) foi um dos primeiros autores que investigou sobre este tema, ainda que essa investigação se insira dentro da área da psicologia social. O autor baseia o seu estudo numa premissa, enraizada na cultura popular, de que “as pessoas tendem a pensar que são invulneráveis”. Porém, isso não basta para um correto diagnóstico de que se trata de uma visão irrealista da vida, uma vez que o mesmo ponto de vista pode ser confundido com esperança.

Com base em Weinstein (1980), é razoável afirmar que os administradores das empresas e empreendedores em geral estão tendencialmente sujeitos ao fenómeno da confiança excessiva e do otimismo.

## **2.2 Comunicados de Imprensa sobre Resultados**

Os comunicados de imprensa são o objeto de estudo desta dissertação. Acreditamos que estes são utilizados como veículos de influência sobre a avaliação do desempenho e das perspetivas da empresa.

O valor da empresa pode ser criado através do otimismo das informações divulgadas, uma vez que quanto maior o otimismo transmitido na divulgação dos resultados, maior será o grau de interesse dos *stakeholders* o que poderá cativar mais investidores angariando-se mais capital. No entanto, por vezes, a divulgação de informação sobre resultados é planeada, ou seja, é estudada a forma como esta deverá ser divulgada. Uma primeira questão a ser levantada é o carácter voluntário da divulgação em questão.

As empresas portuguesas com valores cotados em bolsa estão obrigadas a divulgar informação financeira periódica, na qual se inclui a publicação das contas e a descrição da atividade da empresa em determinado período. A informação periódica prestada pelas sociedades inclui informação económico-financeira anual (relatório de gestão, balanço, demonstrações de resultados e demonstração dos fluxos de caixa), semestral (informação relativa à atividade e resultados desse semestre, balanço, demonstração dos resultados) e, nalguns casos, trimestral (informação relativa à atividade, resultados e situação desse trimestre).

As divulgações financeiras de carácter estritamente obrigatório são subordinadas às normas contabilísticas vigentes com o objetivo de garantir que as informações divulgadas atendem às características essenciais para facilitar a tomada de decisão por parte dos seus utilizadores. Falamos das características qualitativas das demonstrações financeiras: compreensibilidade, relevância, fiabilidade e comparabilidade.

Por outro lado, estas empresas estão ainda obrigadas a publicar informação contínua que inclui, nomeadamente, informação privilegiada, participações qualificadas, alterações aos órgãos sociais ou a elementos de identificação das sociedades, convocatórias de assembleias de acionistas, informação sobre os valores mobiliários negociados (como pagamento de juros ou dividendos, negociação de ações próprias ou ainda reembolsos) e sobre os valores a emitir (como aumentos de capital).

O n.º 3 do artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários define como informação privilegiada: toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito

direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado. Para a concretização do conceito de informação privilegiada na lei portuguesa é também relevante o disposto no n.º 2 do artigo 248.º do Código dos Valores Mobiliários, que esclarece com mais pormenor o âmbito de alguns elementos do conceito: a informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear no todo ou em parte, as suas decisões de investimento.

A informação privilegiada tem de ser divulgada no site da CMVM, na internet, antes de ser difundida por qualquer outro meio.

Foi a partir do ano 2017, através da Diretiva Comunitária 2013/50/EU que foi dada às empresas com valores cotados na Bolsa de Lisboa, à exceção das instituições financeiras, a opção de divulgar ou não divulgar os resultados trimestrais.

Esta informação é pertinente para esta investigação no sentido em que, durante a análise dos comunicados analisados, algumas empresas da amostra se pronunciaram sobre esta questão. A maior parte das empresas continuou a divulgar a informação financeira trimestral, mesmo deixando de ter caráter obrigatório, o que pode significar a relevância destas comunicações como meio de divulgação de informações aos seus investidores e ao mercado em geral.

O trabalho de Bowen, Davis e Matsumoto (2002), por exemplo, argumenta que o aumento da quantidade de informações divulgadas conduz a uma divulgação seletiva quando a nova informação está disponível para alguns, mas não para todos os participantes do mercado de capitais. Os analistas são, para estes autores, o público alvo dos comunicados de imprensa, considerando-os como as novas ferramentas de divulgação das informações financeiras.

Por outro lado, o trabalho de Brown, Hillegeist e Lo (2004) argumenta que os comunicados sobre os resultados conduzem a uma redução na frequência com que os investidores se tornam conscientes da existência de informação privada de duas maneiras. Em primeiro lugar, a divulgação antecipa diretamente futuros eventos de informação privada por divulgar a informação ao público. Os comunicados sobre resultados permitem



que as empresas resumam e divulguem uma grande quantidade de informações que de outra forma provavelmente teriam sido divulgadas e negociadas posteriormente de maneira privada. Em segundo lugar, divulgações mais frequentes permitem aos investidores a antecipação racional que a empresa segue uma política *ex-ante* de divulgação frequente de informações e, sendo assim, é mais provável que ela divulgue informações relevantes no futuro. Esta política de divulgação reduz os benefícios esperados de atividades de procura de informações privadas.

Tasker (1998) destaca dois tópicos de interesse nos estudos sobre divulgações voluntárias: o primeiro, questionar se estas divulgações têm capacidade de afetar o conteúdo informacional até então disponível aos agentes de mercado; e segundo, investigar esta divulgação enquadrando a mesma como uma tentativa de deixar transparecer diretamente quanto ao seu objetivo de fornecer informações adicionais, em relação àquelas contidas nas demonstrações financeiras, aos utilizadores das informações financeiras. Sobre o assunto, Tasker (1998, p.138) destaca o seguinte:

Determinados tipos de informações são particularmente difíceis de transmitir através dos canais de informação financeira tradicionais; por exemplo, os custos e benefícios associados às atividades inovadoras, tais como o desenvolvimento de novos produtos ou mercados, aquisição de novos clientes, ou apoiar os seus funcionários a desenvolver as suas competências profissionais. Estas atividades são de natureza mais especulativa, e, como tal, os seus custos e benefícios associados são mais difíceis de avaliar e verificar.

O mesmo autor analisa o despertar do interesse académico pelo tema na primeira metade da década de 1990, justificando a anterior falta de interesse como resultado da inexistência de bases de dados e tecnologias para a disponibilização dos diversos materiais compilados. Este autor defende que os principais utilizadores destes comunicados são os analistas de mercado e os investidores institucionais, não atingindo desta forma o restante público alvo das divulgações financeiras da empresa, ao contrário do que acontece com, por exemplo, os relatórios de contas.

Bowen, Davis e Matsumoto (2002) realçam a necessidade de estudos sobre estes comunicados. Os seus argumentos baseiam-se em evidências sobre a utilidade da informação financeira para a tomada de decisões. Os autores destacam ainda o facto de que a participação de analistas na preparação dos comunicados dos resultados já sugere

que as mesmas fornecem informações materiais que serão potencialmente úteis para diagnósticos de aspetos como a rentabilidade futura e decisões como recomendações de compra e venda de ações. Porém, os autores destacam igualmente, que é possível que comunicados de resultados expandam as notícias divulgadas anteriormente ou substituam parcialmente outros mecanismos de divulgação. Por este motivo torna-se necessária a existência de evidências empíricas para avaliar se os chamados *press release* fornecem efetivamente novas informações.

### **2.3 Assimetria Informacional**

Atualmente, mais do que em qualquer outro momento da história, somos constantemente bombardeados com novas informações. A dificuldade revela-se não na recolha da mesma, mas no seu tratamento e seleção. E este mostra ser um dos problemas base dos *stakeholders*, saber como e que informação selecionar, para, após avaliação da mesma, tomarem as suas decisões.

Neste seguimento, surgem questões como, qual o motivo para os agentes económicos preferirem determinadas marcas de produtos e serviços em detrimento de outras? Porque é que os indivíduos preferem comprar um carro num *stand* automóvel, ao invés de a uma pessoa em nome individual? Qual a razão para os agentes económicos, por exemplo quando viajam, preferirem comer num estabelecimento de *fast-food* em vez de optarem por um restaurante que sirva comida tradicional? Segundo Auronen 2003 todas estas escolhas pré-definidas derivam de um problema de assimetria de informação. Considera-se que estamos perante um cenário de assimetria de informação quando um dos intervenientes, num determinado acordo, tem mais informação que o outro. O mesmo cenário também se pode verificar quando apenas uma das partes desconheça a existência dessa informação.

Segundo Birchler e Büttler (2007) estas ações irão resultar em perdas de bem-estar, através da alocação ineficiente dos recursos. As duas formas mais comuns de assimetria de informação são, nomeadamente, a seleção adversa e o risco moral.

Os contributos da literatura relativamente a este tema dizem-nos que ocorre seleção adversa quando no momento em que se vai estabelecer um acordo entre duas partes, uma delas tem informação relevante disponível que não é do conhecimento da outra parte (Dixit et al. 2009).

George Akerlof analisou os efeitos nefastos deste tipo de assimetria na sua investigação que escreveu intitulada “*The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, em 1970. Resumidamente, Akerlof (1970) descreve a seleção adversa que ocorre no mercado de automóveis, considerando que quando um comprador se dirige a um vendedor com o intuito de adquirir um automóvel, a informação sobre a qualidade do carro não é simétrica entre as duas partes.

O vendedor conhece o verdadeiro estado do carro, ao passo que existe informação que o comprador não domina. Assim, o potencial comprador não sabe se o carro que pretende comprar é um “limão” (carro de má qualidade) ou uma “laranja” (carro sem problemas). Uma vez que o vendedor não tem incentivos para revelar que está a vender um “limão”, o comprador não consegue distinguir os dois tipos de carro, pelo que não se consegue diferenciar os preços dos dois tipos de automóvel, o que transfigura consequências nefastas em termos de bem-estar, uma vez que esta situação leva o comprador a oferecer, pelo carro bom, um preço inferior ao exigido pelo vendedor, pelo que, apenas se vão transacionar carros maus (Dixit et al. 2009).

Utilizando uma analogia para o panorama da empresa, esta sabe que os *stakeholders* não conseguem distinguir uma boa empresa de uma menos boa, uma vez que os administradores da empresa (que correspondem aos vendedores) têm informação privilegiada sobre a entidade e que podem não ter interesse em revelar. Assim, os *stakeholders* externos da organização deparam-se com dificuldades em avaliar o desempenho da empresa e em formular as expectativas sobre o futuro da entidade, pelo que, se nada for feito para contrariar esta tendência, apenas as más empresas vão ser escolhidas.

Por sua vez, Dutta (1999) descreve que o problema de risco moral acontece quando uma das partes do acordo não está a agir de boa-fé, ocultando dados relevantes sobre as decisões que pretende tomar no futuro e que terão impacto nos resultados do acordo em questão. Segundo Dutta (1999), os administradores de uma empresa tomam várias decisões que podem afetar o lucro da organização e que não são diretamente observáveis pelos *stakeholders*. Estas decisões vão desde controlo de custos, decisão de investir num novo projeto, mudança de estratégia de gestão, entre outros, pelo que, apesar da divulgação voluntária de informação poder levar a prever bons resultados, esta não tem capacidade de prestar garantias em relação ao futuro.

Esta problemática está presente nas mais diferentes áreas do saber, sendo que é bastante perceptível na microeconomia empresarial. Segundo Brealey et al. (1977), os proprietários das empresas têm acesso a um vasto leque de informação privilegiada sobre a entidade sendo um exemplo dessa informação o conhecimento que detêm sobre as operações da empresa, o seu potencial económico e a estratégia de negócio. Contrariamente à posição confortável dos administradores das empresas, usualmente, os *stakeholders* têm acesso a relativamente pouca informação sobre a entidade.

Na ótica de Cohen & Dean (2005) existem inúmeros fatores que levam a esta assimetria de informação, podendo-se salientar três principais. Em primeiro lugar, a maioria das empresas, de acordo com o mercado em que atuam, selecionam, internamente, modelos de liderança, tecnologia e produção, culturais e de estratégia, levando à necessidade de um profundo grau de conhecimento sobre o sector de atividade para que se consiga ter a capacidade de desvendar e compreender a complexidade do mesmo, o que complica o processo de análise da informação transmitida. Em segundo lugar, existe a possibilidade de a organização passar por um processo de seleção de toda a informação que transmite para o exterior, pelo que só serão apresentados os dados que acrescentam valor à empresa, dando uma imagem distorcida da mesma. Por fim, apesar de existir a obrigação legal de apresentar informação financeira que caracteriza a empresa, por exemplo nos relatórios de gestão anuais ou IES, existe a possibilidade de a empresa contornar estes processos, através da apresentação apenas da informação obrigatória e não divulgando dados que podem ser relevantes para a caracterização da entidade, mas que detêm valores menos positivos mas que são preponderantes para a análise do desempenho futuro.

Assim, uma vez que os *stakeholders* são agentes racionais e têm consciência que detêm menos informação do que a outra parte do acordo, as empresas têm interesse em reverter esta imagem através da divulgação voluntária da sua informação financeira, tentando assim destacar-se das suas concorrentes e conseguir atrair novos investimentos e novos clientes.

No entanto, apesar de terem interesse em revelar um valor considerável de informação, esta pode ser manuseada com especial cuidado para garantir uma boa imagem da organização através, por exemplo, do recurso a estratégias de *impression management*.

## **2.4 *Impression Management***

As empresas têm ao seu dispor várias formas de comunicação que podem utilizar como veículo de “*Impression Management*”, daqui em diante IM. Ao longo desta investigação focamo-nos nos comunicados de imprensa ou *press releases*, já mencionados anteriormente.

Nesta investigação apercebemo-nos que, ao longo dos anos analisados, os comunicados tornaram-se mais atrativos para o leitor: para além de números, gráficos comparativos, as empresas atribuem cada vez mais importância às divulgações textuais, mais concretamente, às palavras que despertam o otimismo do leitor da análise e o desviam dos números apresentados.x

Leary e Kowalski (1990) definem *impression management* como um comportamento interpessoal, em que as pessoas controlam as impressões que os outros formam delas.

Desta forma, *impression management* ocorre quando o que se pretende transmitir tem a intenção de provocar uma determinada perceção no ouvinte ou leitor e essa intenção é antecipadamente prevista e planeada (Merkl-Davies et al., 2011). Ou seja, existe uma antecipação de efeitos, um feedback das informações e/ou análise retrospectiva dos resultados organizacionais.

Neu et al., (1998) refere que no contexto da comunicação, *impression management* ocorre quando os gestores seleccionam as informações a exibir e as apresentam de uma forma que distorce a perceção dos utilizadores.

### **2.4.1 Teoria da Sinalização**

São várias as teorias que explicam os incentivos para que as empresas adotem estratégias de IM<sup>3</sup>. Neste estudo debruçamo-nos, particularmente, sobre a teoria da sinalização por acreditarmos que esta se encontra implícita na divulgação da informação financeira, através dos seus comunicados de imprensa, na medida em que as empresas querem sinalizar o seu desempenho positivo de forma a atrair mais investimento.

---

<sup>3</sup> A teoria da agência, a teoria da sinalização, a teoria da legitimidade, a teoria dos *stakeholders* e a teoria institucional

Com o intuito de compreender e justificar como é que os *decision-makers*<sup>4</sup>, num cenário de assimetria de informação, analisam e respondem à diferente informação que lhes chega, foi desenhada a teoria da sinalização (Spence 1973).

Esta teoria assenta no pressuposto de que as empresas têm informação privilegiada sobre a sua situação, ao passo que os agentes externos se encontram perante um cenário de informação insuficiente (Myers & Majluf 1983). Como se depreende, esta situação poderá levar a um caso de seleção adversa ou de risco moral, isto porque os *stakeholders* podem fazer uma avaliação menos correta sobre a empresa e esse facto impedirá que se concretize um acordo entre as duas partes. Desta forma, as entidades tentam reduzir o risco de seleção adversa divulgando informações chave para o mercado, para que se crie diferenciação entre a empresa e as suas concorrentes. A estas informações dá-se o nome de “sinal”. Segundo Spence (1974) o envio de um sinal acontece quando uma empresa, através de uma atividade planeada ou não, divulga informação que irá alterar a perceção que os agentes têm sobre a entidade.

Spence (1973) destacou ainda, que a sinalização apenas tem a capacidade de cumprir o seu propósito principal, de fazer sobressair a entidade em comparação às concorrentes, se o emissor da informação apresentar características verdadeiramente diferenciadas e que promovam o seu valor. Numa tentativa de se diferenciarem das concorrentes, e ganharem vantagem competitiva, as empresas que melhor se posicionam no mercado e que revelam uma maior margem de lucro, são aquelas que têm tendência a divulgar uma maior quantidade de informação financeira (Bini et al. 2010).

#### **2.4.2 Estratégias de *Impression Management***

Quando falamos de manipulação da impressão existem dois tipos de comportamentos que podem ser utilizados: ocultação e atribuição. A ocultação é conseguida através do encobrimento de resultados negativos ou da enfatização dos resultados positivos. Por outro, lado a atribuição, confere mais responsabilidade nos sucessos, os resultados positivos são atribuídos a fatores internos e resultados negativos são atribuídos a fatores externos à organização.

---

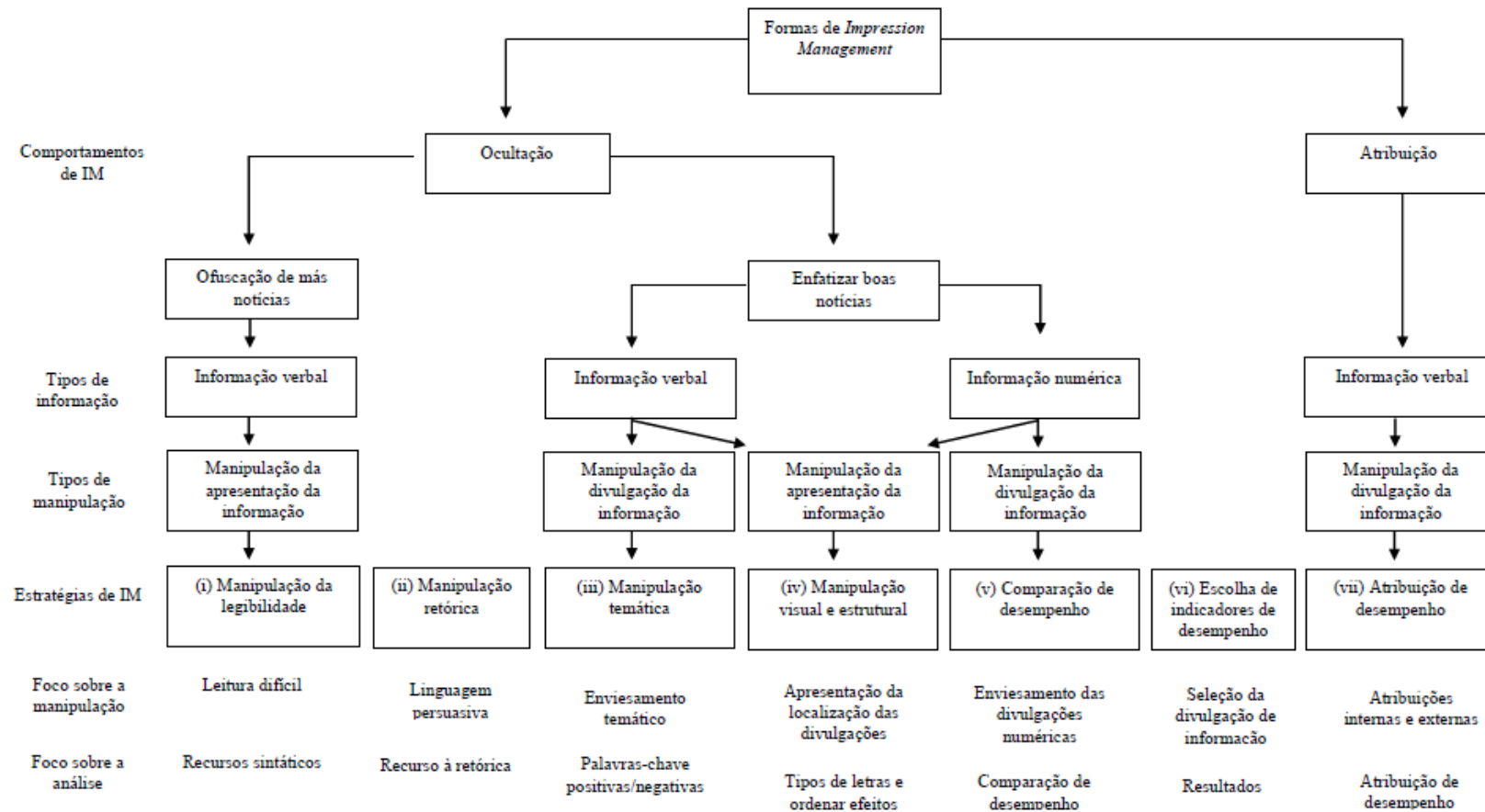
<sup>4</sup> Administradores e gestores

Existem sete estratégias de IM: a manipulação da legibilidade, a manipulação retórica, manipulação temática, manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho, escolha de indicadores de desempenho e atribuição de desempenhos organizacionais. Estas estratégias de IM comportam escolhas em termos de: divulgação de informação e/ou tipo de apresentação da informação (enviesamento ou seletividade). No enviesamento a informação é fornecida com uma tendência favorável, enquanto na seletividade a informação é previamente selecionada podendo haver omissão de informação e/ou inclusão (Brennan et al., 2009; Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Das sete estratégias acima mencionadas, seis são utilizadas para ocultar informação. Dentro destas seis estratégias, duas (a manipulação da legibilidade e manipulação retórica) são utilizadas para camuflar más notícias através da manipulação verbal da informação. As restantes quatro estratégias são atribuídas à ênfase de boas notícias, são elas: a manipulação temática, a manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho e a escolha de indicadores de desempenho. Analisadas as estratégias de ocultação, vamos passar à sétima e última estratégia que se refere à atribuição de desempenho organizacional, uma técnica defensiva, nesta estratégia os gestores tendem a desculpar os maus desempenhos através de fatores externos à empresa, ou seja, fatores dos quais não está ao seu alcance minimizá-los (Brennan et al., 2009, Merkl-Davies & Brennan, 2007, 2011).

A figura 1 resume as 7 estratégias de IM.

O presente estudo irá focar-se na estratégia da manipulação da retórica por ser aquela que retrata o uso de uma linguagem persuasiva, em que existe uma gestão de escolhas linguísticas e de artifícios retóricos, como meio de captação da atenção dos utilizadores da informação e, assim, sustentar a premissa de que as palavras utilizadas nos comunicados importam e são determinantes.





#### **2.4.2.1 Manipulação retórica**

Como já mencionado, focamo-nos na estratégia da manipulação da retórica porque acreditamos estar diretamente relacionada com o objeto de estudo desta investigação. A manipulação da retórica não se baseia no que as empresas “dizem”, mas sim “como o dizem”.

Conclui-se de alguns estudos, que as mensagens passadas aos acionistas diferem de anos rentáveis e não rentáveis. No caso de resultados negativos verificam-se artifícios retóricos que visam colocar a responsabilidade pelos maus resultados em fatores externos.

Thomas (1997) conclui que as mensagens dos gestores para os acionistas diferem dos anos rentáveis para os não rentáveis. Mas este refere que os gestores não mentem e que é possível ler nas entrelinhas para se retirar conclusões.

Sydserff e Weetman (2002) examinam a associação entre o tom verbal e o desempenho financeiro. Eles encontraram uma evidência limitada de IM, mas concluíram que a gestão era imparcial na apresentação das informações narrativas.

Yuthas et al., (2002) puderam constatar que as empresas com ganhos positivos ou negativos inesperados apresentam um maior nível de recursos retóricos na comunicação do que as empresas que não se deparam com ganhos inesperados. O que parece sugerir que os gestores com ganhos inesperados utilizam as secções narrativas não para fins de IM, mas sim para enfatizar a sua honestidade e lealdade.

### **3 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

Os comunicados de imprensa, atualmente, são uma forma de comunicação e gestão. É um dos meios utilizados pela entidade para relatar como desenvolveu a sua atividade e quais as suas práticas de sustentabilidade. No entanto, estas narrativas têm vindo a ser utilizadas pelas empresas como instrumentos de *impression management*. Com efeito, estes documentos são, muitas vezes, elaborados com o objetivo de influenciar o modo como os outros veem a entidade, ou seja, com a finalidade de criar uma “*imagem bonita*” dessa entidade (Bogo, 2014).

O objetivo deste trabalho insere-se na linha de investigação anteriormente apresentada, em que se procura identificar que variáveis tendem a influenciar ou determinar o uso de palavras otimistas nos comunicados de imprensa das empresas estudadas.

Em face do exposto, a pergunta de investigação que pretendemos ver respondida é a seguinte:

Os comunicados de imprensa trimestrais sobre resultados das empresas com valores cotados que utilizam linguagem predominantemente otimista refletem um bom desempenho financeiro?

Outro aspeto da investigação pretende responder à pergunta:

Os comunicados de imprensa trimestrais sobre resultados das empresas com valores cotados que utilizam linguagem predominantemente pessimista refletem empresas com menores dimensões?

A presente proposta de trabalho apresenta uma abordagem positivista da investigação no ramo da contabilidade. Esta diferencia-se da abordagem normativa, pois as conclusões tratam da realidade como ela “é” em detrimento de conclusões associadas a como ela “devia ser”.

Para Friedman (1953, p.146), a abordagem ser positiva é, em princípio, ser independente de qualquer posição ética ou de quaisquer julgamentos. A sua função consiste em produzir um conjunto de generalizações que possa ser utilizado para prever as consequências de qualquer mudança das circunstâncias. Deste modo, “o seu desempenho é avaliado pela sua precisão, alcance, e conformidade com a experiência das previsões que ele produz.

De forma resumida, a economia positiva é, ou pode ser uma ciência "objetiva", precisamente no mesmo sentido de qualquer uma das ciências físicas<sup>5</sup>”.

Friedman (1953, p.148) argumenta que:

O principal objetivo de uma ciência positiva é o desenvolvimento de uma "teoria" ou "hipótese de investigação" que produz previsões válidas e significativas sobre os fenómenos ainda não observados. Tal teoria é, em geral, uma mistura complexa de dois elementos. Em parte, é uma "linguagem" destinada a promover "métodos sistemáticos e organizados de raciocínio." Em parte, é um corpo de hipóteses de investigação substantivas destinadas a características essenciais abstraídas da realidade complexa.

Esta investigação de mestrado classifica-se como um estudo empírico analítico. Autores como Martins (2002) afirmam que estes estudos se caracterizam por privilegiar estudos práticos com o uso de técnicas de recolha, tratamento e análise de dados alinhados a aspetos quantitativos, além de terem uma forte preocupação com as relações de causa e efeito entre as variáveis.

Esta investigação também se caracteriza por ser um estudo descritivo e explicativo que pode ser dividido em duas grandes partes: a primeira, dotada de um carácter exploratório, que tem como objetivo descrever o comportamento da linguagem utilizada pelas empresas nos seus comunicados sobre resultados; e a segunda etapa, dotada de um carácter explicativo, isto é, aborda a relação entre a linguagem e o desempenho das empresas, elencando fatores que expliquem o tipo de linguagem utilizada nesses discursos.

Numa primeira fase do trabalho procedeu-se à recolha e seleção bibliográfica, a qual incidiu sobre alguns livros especializados no tema em estudo, mas sobretudo artigos publicados em revistas da especialidade ou disponíveis na *Internet* e procurou abarcar trabalhos desenvolvidos quer no nosso país quer noutros países, que nos permita ter um *benchmark* de comparação.

Os dados que vão servir de base à análise estatística foram recolhidos dos *sites* das empresas da amostra em estudo.

---

<sup>5</sup> A ciência física é geralmente considerada como constituída por quatro grandes áreas: astronomia, física, química e ciências da terra.

Para viabilizar a análise proposta, serão utilizadas análises qualitativas no discurso e análises quantitativas de regressão em painel para a posterior análise das hipóteses de investigação de pesquisa.

### **3.1 Seleção da amostra de empresas e período da investigação**

Para a seleção das empresas que tiveram os seus comunicados de resultados trimestrais analisados nesta investigação de mestrado, adotou-se como parâmetro inicial o Índice PSI-20<sup>6</sup>.

O PSI-20 é o principal índice de referência do mercado de capitais português. É composto pelas ações das vinte maiores empresas com valores cotados na bolsa de valores de Lisboa e reflete a evolução dos preços dessas ações, que são as de maior liquidez entre as negociadas no mercado português.

Em agosto de 2013 a NYSE Euronex anunciou alterações significativas nas diversas regras relacionadas com a metodologia de seleção das empresas que compõem o PSI 20. Foi alterado o principal critério de seleção das empresas constituintes do índice, do volume negociado (*turnover*) para a capitalização bolsista efetivamente dispersa (*free float market capitalization*), com o intuito de aumentar a estabilidade do índice e lidar com a fragmentação das transações.

As empresas candidatas a integrarem o índice PSI 20 devem cumprir duas regras de elegibilidade: (1) Mínimo de €100 milhões para a capitalização bolsista efetivamente dispersa (*Free float market capitalization*); e (2) Mínimo de 15% de dispersão do capital (*Free float*).

Por seu turno, com as alterações introduzidas, foram eliminados dois requisitos de elegibilidade – a empresa ter sede em Portugal ou ter o seu mercado principal de negociação na Euronext Lisbon.

Devido à introdução do critério de dimensão mínimo, pode acontecer que existam menos que 20 empresas elegíveis para integrarem o índice. No entanto, o índice PSI 20 terá sempre, pelo menos, 18 constituintes. Se necessário, e para cumprir este mínimo, poderão ser incluídas empresas com uma capitalização bolsista efetivamente dispersa inferior a €100 milhões.

---

<sup>6</sup> Índice que agrega as 20 maiores empresas com valores cotados na Euronext Lisboa

“O PSI20 é revisto trimestralmente em junho, setembro e dezembro. A revisão anual completa é em março. As revisões trimestrais servem para facilitar a inclusão de empresas com valores cotados recentemente e outros não-constituintes elegíveis que ocupem a 15ª posição ou melhor”

Euronex, dezembro de 2018

O critério para a seleção das empresas que integram esta investigação consistiu na verificação da composição do Índice em 6 de fevereiro de 2018 e 8 janeiro de 2019. Nestes dois anos apenas se verificou uma alteração que resultou na saída da empresa Novabase e na entrada da empresa Ramada, pelo que a amostra do estudo foi inicialmente constituída com 19 empresas.

Composição do Índice PSI20 Euronext		
Fevereiro de 2018	Janeiro de 2019	Sector (Segundo ICB)
Altri	Altri	Produtos industriais gerais
Banco Comercial Português	Banco Comercial Português	Bancos
Corticeira Amorim	Corticeira Amorim	Bens de Consumo
CTT	CTT	Transporte industrial
Energias de Portugal	Energias de Portugal	Electricidade
EDP Renováveis	EDP Renováveis	Electricidade
Galp	Galp	Produção de Petróleo e Gás
Ibersol	Ibersol	Viagens e Lazer
Jerónimo Martins	Jerónimo Martins	Retail
Mota-Engil	Mota-Engil	Construção e materiais
NOS	NOS	Telecomunicações
Novabase	Novabase	Tecnologias de Informação
Pharol	Pharol	Telecomunicações
Redes Energéticas Nacionais	Redes Energéticas Nacionais	Electricidade
Semapa	Semapa	Silvicultura e papel
Sonae	Sonae	Retail
Sonae Capital	Sonae Capital	Serviços Financeiros
The Navigator Comp	The Navigator Comp	Silvicultura e papel
	Ramada	Industria e Comercio de Aços

Fonte: Elaboração Própria

O passo seguinte consistiu na verificação de quais, entre estas empresas, disponibilizavam nas suas páginas da Internet, documentos referentes aos comunicados de imprensa de resultados, de periodicidade trimestral.

Nesta fase excluímos a empresa Pharol por se ter verificado que grande parte dos seus comunicados de imprensa foram disponibilizados com os seus valores em reais.

Deste modo, a metodologia para a seleção da amostra tem como resultado 273 comunicados resultantes dos comunicados de imprensa sobre resultados de 18 empresas portuguesas com valores cotados.

### **3.2 Definição operacional e recolha da variável de interesse**

A linguagem será recolhida através de uma análise de discurso baseada em critérios estabelecidos com base na literatura pesquisada, destacando as palavras admitidas como otimistas e confrontando-as com as palavras consideradas pessimistas sobre o resultado (desempenho) das empresas. Naturalmente, conforme comentado por Barros e Silveira (2008), os padrões de interesse desta investigação não são diretamente observáveis. Desta forma é necessário identificar variáveis correlacionadas que possam substituir plausivelmente estes padrões.

De forma geral, a captura na literatura sobre o tema dá-se com a seguinte fórmula:

$$\text{Linguagem} = \frac{\text{O-P}}{\text{O+P}}$$

Onde “O” identifica todas as palavras otimistas identificadas e “P” identifica todas as palavras identificadas como pessimistas. Com o quociente da diferença pela soma das palavras (otimistas e pessimistas), a variável recolhida constituirá um *score* que poderá variar de -1 (valor máximo de informações otimistas em relação às pessimistas) até +1 (valor máximo de informações pessimistas em relação às otimistas). Neste caso, por exemplo, quanto mais o score se aproxima de zero, mais equilibrado é o comunicado, mais neutro. Tendo em consideração os objetivos desta dissertação, esta perspetiva que atribui o mesmo peso para as palavras otimistas e pessimistas será denominada como perspetiva “consolidada”.

Esta não será a única premissa a ser adotada neste estudo. Por se tratarem de conceitos qualitativos sobre a interpretação de uma mensagem como otimista ou pessimista, rejeita-se a possibilidade que uma informação otimista (palavra com emoção positiva) tenha a priori a mesma importância de uma informação pessimista (palavra com emoção negativa). Por conseguinte, para além de se apresentar uma medida consolidada entre o otimismo e o pessimismo, propõe-se o uso adicional de duas variáveis para a linguagem usada nos comunicados, identificando separadamente o otimismo e o pessimismo.

Para além das variáveis supra, foi também utilizada outra medida que poderia ter influência na análise: palavras (quantidade de palavras utilizadas em cada comunicado). Apesar de não ter sido encontrada na literatura este tipo de abordagem, revelou-se importante inclui-la e perceber de que forma poderá ou não estar relacionada com a questão levantada neste estudo.

A recolha das variáveis ‘linguagem otimista’; ‘linguagem pessimista’ e ‘palavras’ foi realizada tendo em conta a frequência com que as mesmas aparecem nas narrativas analisadas.

Para possibilitar esta análise foi necessária toda uma preparação dos comunicados retirados das páginas das empresas incluídas na amostra. Primeiramente foi necessário converter todos os comunicados (que por defeito aparecem no formato PDF) em formato WORD para posteriormente ser possível realizar a contagem do número de palavras. Em alguns casos, os comunicados estavam bloqueados e foi necessário utilizar a ferramenta “Smallpdf”.

Depois de ter os comunicados convertidos, foi utilizada a ferramenta online “Word Counter 360” (ferramenta digital para contar palavras e caracteres).

Para as variáveis ‘linguagem otimista’ e ‘linguagem pessimista’ não foi encontrado nenhum software de análise de conteúdo através de bases de palavras previamente definidas, sendo feita a análise manualmente. Mais à frente elencamos as perspetivas de alguns autores na utilização desta forma de análise de conteúdo.

Assim, teremos três variáveis para utilizar na análise multivariada, denominadas: linguagem otimista (contagem das palavras otimistas), linguagem pessimista (contagem das palavras pessimistas) e linguagem consolidada (atribuindo o mesmo peso às palavras otimistas e pessimistas).

### **3.3 Modelos Empíricos**

Para explicar o tom empregue nas narrativas analisadas, o trabalho teve como referencial a utilização dos modelos empíricos de Huang et al. (2014) e Davis et al. (2014). Por conta das recorrentes menções feitas aos mesmos, as subseções seguintes deste enquadramento teórico dão espaço a uma discussão mais específica sobre as suas características. No final desta subsecção apresentamos outros trabalhos que também utilizaram modelagens

estatísticas, evidenciando, de forma resumida, os seus métodos de análise e os principais resultados de forma a verificar se, de facto, se podem relacionar as palavras utilizadas nos discursos das empresas desses estudos com os seus resultados.

#### **4.3.1. Modelo de Huang et al. (2014)**

Esta investigação emprega parte das variáveis utilizadas no estudo de Huang et al. (2014), agrupando-as em categorias que visam refletir os distintos aspetos empresariais que possam influenciar o tom da narrativa. Desta forma, têm-se as seguintes categorias e as suas respetivas variáveis que atuarão como explicativas no modelo:

$$TONE_{it} = \alpha + \beta_0 EARN_{it} + \beta_1 RET_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 STD\_RET_{it} + \beta_5 STD\_EARN_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 BUSSEG_{it} + \beta_8 GEOSEG_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \beta_{10} \Delta EARN_{it} + \beta_{11} AFE_{it} + \beta_{12} AF_{it} + \varepsilon_{it}$$

O modelo propõe a decomposição da variável indicativa do tom das mensagens (TONE) em dois componentes distintos: Um componente dito normal (NTONE), para refletir uma descrição otimista, mas não tendenciosa, da informação disponível atualmente sobre os fundamentos de negócios; e um componente dito anormal (ABTONE), para refletir uma descrição otimista, porém manipulada, da informação disponível atualmente sobre os fundamentos dos negócios. O tom das mensagens representa a variável independente chave que serve de proxy para a escolha estratégica de gestão de tom tanto para informar (NTONE) como para desinformar (ABTONE) os investidores.

As regressões com dados de corte transversal de TONE foram realizadas sobre determinantes desta discricionariedade já sugeridas por Li (2010). Aqui o autor apresenta uma justificação para as variáveis estarem localizadas no mesmo momento que o tom das mensagens: as mesmas estão geralmente à disposição dos investidores no momento do comunicado de imprensa, e, desta forma pretende-se evitar o *look-ahead bias*<sup>7</sup>.

Os determinantes são as medidas de informação fundamentais atualmente disponíveis, as oportunidades de crescimento, os riscos operacionais e a complexidade dos negócios. As variáveis do modelo são as seguintes:

---

<sup>7</sup> Modalidade que assenta na tendência criada pelo uso de informações ou dados de um estudo ou de uma simulação que não teria sido conhecida ou disponível durante o período em análise. Esta irá normalmente levar a resultados imprecisos no estudo ou na simulação.



**EARN** = Lucro antes de itens extraordinários;

**RET** = Retorno anual calculado usando dados de retornos mensais da base de dados CRSP (*Center for Research in Security Prices*);

**SIZE** = Logaritmo do capital próprio no final do ano fiscal;

**BTM** = Razão *book-to-market*<sup>8</sup> medida no final do ano fiscal;

**STD\_RET** = Desvio-padrão dos retornos das ações mensais durante o ano fiscal;

**STD\_EARN** = Desvio-padrão de EARN calculada ao longo dos últimos cinco anos, com dados de pelo menos três anos;

**AGE** =  $\log(1 + \text{idade do primeiro ano a empresa entrou no conjunto de dados CRSP})$ ;

**BUSSEG** =  $\log(1 + \text{número de segmentos de negócios})$ , ou 1 se o item não estiver incluído na base de dados Compustat; e

**GEOSEG** =  $\log(1 + \text{número de segmentos geográficos})$ , ou 1 se o item não constar na base de dados Compustat.

Huang et al. (2014) justifica a inclusão das variáveis de rentabilidade (EARN) e três *benchmarks* de desempenho do lucro (LOSS,  $\Delta$ EARN, e AFE) para a recolha dos fluxos de caixa gerados durante o período corrente. Por outro lado, incluem-se variáveis de mercado focadas nos períodos futuros, tais como os retornos das ações (RET) e o rácio *book-to-market* (BTM), para reunir as informações sobre o crescimento e o valor presente dos fluxos de caixa futuros para além do que é transportado por números contabilísticos atuais. Este modelo inclui ainda as previsões de lucros dos analistas (AF) como uma proxy direta para as expectativas de desempenho financeiro futuro. Os referidos autores do modelo utilizaram a justificação de Hayn (1995), na medida em que essas previsões transmitem informações sobre o valor de liquidação. A inclusão da volatilidade do retorno das ações (STD\_RET) e a volatilidade das receitas (STD\_EARN) foram justificadas como proxies para o ambiente de risco operacional e de negócios da empresa. Por sua vez, a variável AGE define em que estágio do ciclo de vida a empresa está a operar. Por fim, o número de segmentos do negócio (BUSSEG) e segmentos geográficos (GEOSEG) são proxies para a complexidade operacional da empresa.

Os resultados de Huang et al. (2014) apontam que o valor de TONE é quantitativamente mais positivo quando a empresa é pequena, rentável, apresenta crescimento, e tem retornos mais voláteis das suas ações, para além de menos segmentos de negócios e forte desempenho em relação à previsão de lucro de analistas. Segundo Huang et al. (2014) o

---

<sup>8</sup> Índice calculado pela divisão do valor contabilístico do capital próprio de uma empresa pelo valor de mercado (número de ações emitidas multiplicadas pelo preço dessas ações) dessa empresa.

tom positivo normal (NTONE), é o valor previsto de regressão. O tom positivo anormal (ABTONE) é o resíduo de regressão. Segundo os autores, por construção, ABTONE visa, portanto, não estar relacionado com fundamentos consistentes e ambiente de negócios, tais como o mercado atual e o desempenho financeiro, perspectivas de crescimento e o risco operacional. Segundo Huang et al. (2014), ABTONE prevê lucros futuros e fluxos de caixa negativos. A associação é maior quando as empresas têm fortes incentivos para as percepções dos investidores serem favoravelmente manipuladas.

Ainda segundo os resultados da pesquisa, o tom positivo anormal apresenta valores mais elevados nos seguintes casos: empresas que apenas mantêm ou aumentam os lucros de períodos anteriores ou as previsões do consenso dos analistas; quando os lucros tendenciosamente são ajustados para cima a ponto de exigir uma atualização futura; e antes de uma nova emissão de ações ou uma atividade de fusão ou aquisição. Os resultados adicionais da investigação incluem a percepção de que quando as empresas concedem opções de ações para executivos, com um incentivo de gestão associada para reduzir o preço da ação, eles preferem manipular o tom da mensagem de forma a reduzir o tom anormal.

A evidência apresentada na investigação indica que a manipulação do tom consegue afetar a tomada de decisão dos investidores. Um tom anormalmente positivo incita uma resposta imediata e excessivamente otimista no preço das ações no momento do anúncio dos resultados e uma posterior reversão.

Por fim, as evidências contidas nos resultados do teste empírico do modelo indicam que o tom positivo anormal contém informações negativas sobre resultados futuros das empresas. As empresas tendem a manifestar interesse na manipulação do tom quando existem motivações fortes, isto é, quando o principal objetivo é causar uma boa impressão e dessa forma atrair possíveis investidores.

#### **4.3.2. Modelo de Davis et al. (2014)**

Por sua vez, o modelo de Davis et al. (2014) parte de uma lacuna observada nas pesquisas anteriores sobre o tom das divulgações empresariais: A percepção destes autores é a de que os gestores de diferentes empresas fazem escolhas linguísticas similares, nas mesmas circunstâncias, geralmente em resposta a incentivos económicos. Tendo em vista os

potenciais custos de um processo de litígio, por conta do uso de uma linguagem excessivamente positiva ou mesmo negativa esta perspectiva é admissível.

Deste modo, baseado em pesquisas anteriores, Davis et al. (2014) admitem a suposição de que certas características específicas dos gestores têm um impacto na forma como as empresas por eles administradas escolhem e evidenciam as suas informações. Assim propõem examinar características observáveis dos gestores que poderiam mostrar-se associadas com o otimismo (experiência, sexo, idade, educação e carreira) e explicar o tom linguístico em conferências de resultados.

O modelo proposto demonstra em que medida os gestores apresentam um estilo particular na escolha da linguagem em relação ao tom. Como o interesse de Davis et al. (2014) está no uso da linguagem dos gestores para descrever os eventos económicos da empresa, o modelo inclui medidas de análise de desempenho atual e futuro como forma de controlar os efeitos de eventos económicos atuais e previstos no tom, assim como as variáveis que recolhem incentivos estratégicos aos gestores (por exemplo, ofertas de ações, fusões e aquisições), bem como efeitos de ano e trimestre. A equação 2 apresenta o modelo em questão:

$$\begin{aligned}
 TONE_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 MBE_{it} + \beta_2 SURP_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 RETURN_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROA_{it+1} \\
 & + \beta_8 ROA_{it+2} + \beta_9 ROA_{it+3} + \beta_{10} ROA_{it+4} + \beta_{11} SEO_{it+1} + \beta_{12} MA_{it+1} + \beta_{13} FIRM_i \\
 & + \beta_{14} YEAR_t + \beta_{15} QTR_k + \beta_{16} MANAGER_j + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

O modelo utiliza três variações para a variável dependente que representa o tom das mensagens analisadas (TONE): TONE\_D, baseada na base de dados das palavras presente no software de análise textual DICTION; TONE\_H, baseada na lista de palavras-chave desenvolvida por Henry (2008); e TONE\_LM, baseada na lista de palavras-chave desenvolvida por Loughram e McDonald (2011).

Após esta etapa, cada variável do tom da mensagem (ou seja, TONE\_D, TONE\_H, e TONE\_LM) é feita a regressão contra as variáveis de empresa, ano, trimestre, efeitos fixos relativos ao gestor estudado, medidas de variáveis atuais e futuras de desempenho e de incentivo. A variável TONE é baseada em palavras ditas pelos gestores individualmente. Davis et al. (2014) incluem seis variáveis trimestrais contemporâneas

de desempenho da empresa para perceber os efeitos do desempenho atual sobre o tom dos gestores estudados:

**MBE** = Indica se a empresa atende ou supera as expectativas dos analistas para o trimestre;

**SURP** = Surpresa nos lucros para o trimestre;

**LOSS** = Variável indicativa de trimestres com resultados negativos;

**RETURN** = Retorno ajustado ao mercado de ações durante o trimestre fiscal, que mede o desempenho da empresa atual que vai para além dos números de ganhos (por exemplo, o lançamento de um novo produto), bem como as expectativas de desempenho futuro;

**GROWTH** = Crescimento das vendas trimestrais em relação ao mesmo trimestre do ano anterior;

**ROA** = Retorno sobre ativos para o trimestre.

No modelo foram incluídas medidas de desempenho futuro com o objetivo de compreender o impacto das perspetivas futuras em cada um dos próximos quatro trimestres no tom da mensagem do gestor ( $ROAt+1$ ,  $ROAt+2$ ,  $ROAt+3$  e  $ROAt+4$ ). Davis et al. (2014) justificam esta escolha com o motivo de que a visão do mercado está focada no futuro e, desta forma, o retorno variável deverá também capturar as expectativas de desempenho futuro. O modelo inclui também controlos para os efeitos potenciais de incentivos estratégicos das empresas sobre o tom dos gestores:

**SEO** = Variável indicadora de oferta de ações no trimestre seguinte; e

**MA**<sup>9</sup> = Variável indicadora de anúncios de fusão ou aquisição no trimestre seguinte.

E além das variáveis anteriormente mencionadas, o modelo inclui os seguintes controlos:

**FIRM** = Variável de controlo para fatores específicos da empresa estáticos que podem afetar o tom dos gestores;

**YEAR e QTR** = Os efeitos do ano e trimestre fixos para fatores específicos de tempo que podem influenciar o tom; e

**MANAGER** = Variável de efeitos fixos para o tom do gestor entre as várias empresas nas quais o mesmo trabalhou.

Os resultados da previsão do modelo empírico no trabalho apontam para que a variável denominada MBE seja consistentemente e significativamente positiva, sugerindo que a superação das expectativas do mercado leva a um tom mais positivo dos gestores durante as conferências de resultados. A previsão do coeficiente de perda, por outro lado, é

---

<sup>9</sup> Do inglês *Mergers and acquisitions*

significativamente negativa para todas as regressões, indicando que os gestores são menos otimistas quando as empresas têm perdas.

As previsões dos coeficientes de retorno, crescimento e ROA são positivas e estatisticamente significativas em todas as regressões. Já a surpresa nos lucros só é positivamente associada com o tom das conferências de resultados em três das seis especificações da regressão, de acordo com os autores do estudo.

Olhando para as variáveis de desempenho futuros ( $ROAt+1$ ,  $ROAt+2$ ,  $ROAt+3$  e  $ROAt+4$ ), os resultados das previsões dos coeficientes de  $ROAt+1$  e  $ROAt+2$ , são significativamente positivas para TONE\_H e TONE\_LM, sugerindo que o tom dos gestores durante as conferências prevê o futuro desempenho operacional. Este resultado é consistente com a investigação de Davis et al. (2012) em que o tom em situação de ganhos na imprensa está associado a receitas futuras. Davis et al. (2014) justificam essa peculiaridade apontando para o facto de que a análise é baseada em observações específicas dos gestores estudados, em vez de todos os discursos presentes na transcrição da conferência. Desta forma, dependendo do gestor representado na amostra, certas observações que são comumente feitas durante as conferências (por exemplo, um resumo do desempenho financeiro no trimestre anterior) não estão incluídos no modelo (comunicados de imprensa no caso de Huang et al., 2014) e nas conferências de apresentação de resultados no caso de Davis, et al. (2014)).

Quanto aos incentivos estratégicos das empresas, os resultados da pesquisa apontaram para que aquando da realização de fusões e aquisições (MA) no trimestre seguinte verifica-se uma associação significativamente positiva com as duas das modalidades de TONE utilizadas (TONE\_H e TONE\_LM). Não obstante, a estimativa do coeficiente de ofertas pública de ações (SEO) no trimestre seguinte não se mostrou significativa. Davis et al. (2014) justificam este resultado com a possibilidade de haver diferenças de amostra ou diferenças no objeto de estudo (comunicados de imprensa no caso de Huang et al., 2014) e conferências de apresentação de resultados no caso de Davis, et al. (2014)).

### **3.4 Outras metodologias de investigação**

Posteriormente ao trabalho de Huang et al. (2014), existiram outras investigações que deram continuidade a esta corrente de estudos, com análises empíricas sobre o tom das comunicações por parte das empresas.

O trabalho de Tran (2012), por exemplo, analisa a questão do tom das narrativas de 17.000 comunicados de imprensa trimestrais emitidos entre 1998 e 2003 e concluiu que o tom das evidenciações está significativamente associado a ganhos futuros para as empresas que apresentam piores resultados. Por sua vez, empresas com elevados custos de divulgação apresentam o tom da evidenciação que prevê melhores resultados no futuro. Foram ainda encontradas evidências de que a reação do mercado ao tom de divulgação é mais significativa para as empresas que apresentam resultados mais baixos e empresas com elevados custos de divulgação.

Minhas, Poria, Hussain e Hussainey (2013) realizaram na sua investigação uma revisão da literatura sobre a inteligência artificial e abordagens computacionais inspiradas na biologia para resolver questões relacionadas com a narrativa da divulgação financeira e apresentaram como principal contributo o desenvolvimento de uma metodologia para a recolha de variedades semânticas de forma robusta. A conclusão aponta para os benefícios na otimização de modelos preditivos para a área financeira.

Por sua vez a investigação de Agarwal, Chen e Zhang (2014) contou com uma análise de 3.046 relatórios divulgados simultaneamente com as ações de rating de crédito entre os anos de 1998 e 2010 e teve como principal conclusão o facto de o tom da linguagem afetar significativamente os retornos das ações e prever piores resultados futuros.

A investigação de Allee e DeAngelis (2015) consiste na análise de 33.428 transcrições de conferências realizadas por 3.345 empresas entre 2004 e 2014. Os resultados apresentam evidências que sugerem que a existência de um padrão de dispersão do tom reflete notícias subjacentes do desempenho, escolhas no relato financeiro dos gestores e incentivos aos comportamentos dos gestores para manipular perceções. O estudo conclui ainda que os analistas e os investidores respondem mais negativamente para sustentar as divulgações quando o tom negativo é mais disperso.

Os autores Arslan-Ayaydin, Boudt e Thewissen (2014) analisaram 24.963 comunicados de imprensa com bases trimestrais entre os anos de 2004 e 2011 e concluíram que os incentivos aos gestores não aumentam apenas a probabilidade de manipulação dos resultados, mas também aumentam os incentivos dos mesmos para distorcer o tom da narrativa sobre resultados nos comunicados de imprensa. Concluíram ainda que, independentemente da metodologia usada para medir o tom, os gestores que estão mais suscetíveis a práticas de manipulação da impressão da narrativa parecem usar de forma

mais agressiva palavras positivas nas evidenciações, e esse efeito não pode ser explicado por diferenças no desempenho passado, assimetria de informação, indústria, ano ou trimestre.

Ataullah, Vivian e Xu (2014) utilizaram como amostra 459 empresas e, a partir delas, 2.283 declarações da autoria dos presidentes dos conselhos de administração recolhidas através dos relatórios anuais de empresas durante os anos de 1994 e 2011. As principais conclusões permitem afirmar que quando os comportamentos dos gestores contradizem as suas palavras (tom das mensagens), a relação de tom e alavancagem apresenta-se enfraquecida. Logo, concluem os autores, o tom otimista é um proxy mais confiável e válido para o excesso de confiança do que o uso indevido de informação privilegiada.

A investigação de Brochet, Loumiotis e Serafeim (2014) analisou 70.042 conferências sobre resultados de 3.613 empresas durante os anos de 2002 e 2008 e sugere a existência de uma associação positiva entre o proxy de horizonte temporal das mensagens dos gestores e estratégias de *impression management*. Empresas que apresentam executivos com remunerações mais elevadas devido aos seus comportamentos tendem a apresentar um horizonte de divulgação de relativamente curto prazo nas suas conferências de resultados. Estas empresas encontram-se ainda associadas positivamente a acréscimos de rendimentos para atender às metas ambicionadas no mercado de capitais de curto prazo. Por conseguinte, a investigação recolhe comportamentos empresariais subjacentes focadas na maximização do desempenho. Os resultados confirmam ainda o consenso dos modelos analíticos ao evidenciar que a visão empresarial de curto prazo diminui o desempenho de longo prazo. Empresas com maior foco no curto prazo têm maior custo implícito do capital social, o que sugere que o mau desempenho apresenta pouca probabilidade de ser impulsionado por diferenças no prémio de risco.

Na investigação de Choi (2014), a análise de 139 prospeções de cisões empresariais realizadas entre 1995 e 2011 conclui a existência de uma associação negativa entre os comportamentos dos gestores e a sequência da cisão com o tom veiculado no que é expectável. A associação está concentrada na atividade de *trading* realizada pelos executivos que estavam em condições de influenciar o tom durante o processo de cisão.

A investigação de Dikolli, Keusch, Mayew e Steffen (2014) apresenta uma análise de 30.690 mensagens da presidência presentes nos relatórios anuais e conclui que as

explicações excessivas estão associadas a percepções desfavoráveis de administradores por parte dos colaboradores e dos auditores das demonstrações financeiras.

Druz, Wagner e Zeckhauser (2014) analisaram, na sua investigação, conferências de resultados de 500 empresas entre os anos de 2004 e 2012 e concluíram que a negatividade excessiva não explicada pelo desempenho passado sinaliza piores resultados futuros do que o esperado. Concluíram ainda que a presença de negatividade excessiva nos discursos amplia a incerteza dos analistas, dando lugar a maiores frequências de revisões de previsão e maior variância nas previsões. A investigação demonstra ainda nos seus resultados a presença de um padrão de respostas de analistas de tom empresarial. Desta forma, os analistas experientes, em sintonia com as fragilidades de comunicação de uma empresa em particular, parecem reconhecer que as surpresas no tom das mensagens podem antever resultados futuros, e assim ajustar as suas previsões de forma adequada. Por sua vez, analistas inexperientes têm uma resposta menos precisa e reagem de forma exagerada ao tom anormalmente negativo nas apresentações.

Guillamon Saorin, Isidro e Marques (2014) apresentaram como amostra da sua investigação 872 comunicados de imprensa correspondentes a 258 empresas compreendidos os anos de 2003 e 2009 e concluíram que os investidores parecem entender o comportamento estratégico de divulgação dada a forma como eles reagem negativamente à divulgação de rendimentos quando combinado com um nível elevado de manipulação da impressão. A evidência sugere que os agentes do mercado identificam corretamente a utilização elevada de estratégias de manipulação da impressão como uma tentativa de influenciar positivamente a sua percepção sobre a persistência de resultados positivos.

Os autores Kim e Chung (2014) investigaram informações sobre 6.278 administradores e concluíram que o género do responsável financeiro é um fator significativo para a legibilidade dos relatórios anuais. Especificamente, o género feminino, conclui a investigação, apresenta indivíduos que se comunicam de forma mais clara do que indivíduos pertencentes ao sexo masculino. A implicação prática da investigação é a de que a eficácia de ter especialistas da área financeira no conselho pode ser atenuada quando o inquirido tem habilidades mais aprimoradas para ofuscar as más informações no texto mais longo.



A investigação de Tan, Ying Wang e Zhou (2014) apresenta uma experiência com 142 estudantes de MBA (Master Business Administration) oriundos de duas das maiores universidades de Singapura. As suas conclusões, no que concerne a legibilidade, expressão de otimismo nos textos e decisões de investidores é a de que quando a legibilidade dos textos é elevada, o sentimento expresso na linguagem não afeta a opinião dos investidores, independentemente do nível de cuidado na retórica dos mesmos. Porém, quando a legibilidade é reduzida, os investidores menos experientes apresentam opiniões que resultam em ganhos mais elevados quando analisam um press release de resultados com uma linguagem positiva. Concluíram ainda que a análise demonstra que a linguagem otimista é mais suscetível de prejudicar a compreensão dos investidores menos experientes quanto ao desempenho da empresa. Como resultado, os investidores menos experientes tendem a fazer julgamentos com base numa impressão favorável induzida por uma linguagem otimista. Este facto faz com que os investidores associem o desempenho dos resultados da empresa a resultados mais positivos no futuro ao contrário dos investidores mais experientes que associam menores resultados à menor legibilidade.

Como já analisamos anteriormente, a utilização de estratégias de *impression management* compromete os gestores que, oportunamente, tiram vantagem de assimetrias de informação com o objetivo de distorcer a perceção de terceiros quanto ao desempenho da empresa. Sobre o assunto, Wood Jr (2000, p. 25), refere que:

A manipulação da impressão pode ser definida como a utilização de estratégias de comunicação destinadas a influenciar a perceção e as interpretações da audiência. Como metodologia, ou conjunto de técnicas, a manipulação da impressão é fundamentada na premissa de que a construção da imagem afeta a perceção das pessoas.

O autor defende que as empresas estão permanentemente envolvidas em processos de manipulação da imagem, tentando salvar a sua relação com os seus clientes, com os seus colaboradores, com o estado e com as restantes entidades.

Em Portugal, destacamos o estudo de Borges (2011) e Pinheiro (2014). O primeiro analisou o conteúdo de 45 cartas do Presidente do Conselho de Administração, contidas nos relatórios e contas anuais de 2010, das empresas Portuguesas não financeiras. Os resultados da investigação indicaram que o desempenho organizacional não influenciava a adoção de estratégias de *impression management*. Os resultados permitiram ainda

concluir que empresas de maior dimensão tendem a apresentar uma imagem corporativa mais favorecida, contudo consistente com a restante informação contida no relatório e contas anual. O segundo por sua vez, analisou a utilidade da informação narrativa contida nas cartas do Presidente do Conselho de Administração das empresas financeiras portuguesas e avaliou o impacto da crise financeira nas estratégias de impression management. O objetivo da autora foi verificar se, de facto, havia ou não utilização de estratégias de impression management nas 128 cartas incluídas no relatório de gestão, com o intuito de manipular a perceção dos stakeholders sobre o nível de desempenho organizacional de empresa. Para o efeito, analisou os Relatórios e Contas individuais de 27 instituições financeiras nos anos de 2006 a 2012. Os resultados permitiram concluir que, mesmo em período de crise financeira, as empresas financeiras Portuguesas não tenderam a adotar mais estratégias de IM, no entanto, houve anos onde se evidenciaram maiores tendências de utilização destas estratégias. A tabela 1 apresenta outras investigações sobre o tema e os principais resultados obtidos.

**Tabela 1** – Estudos sobre a manipulação da impressão e os principais resultados obtidos

AUTORES	OBJETO DE ESTUDO	PERÍODO	PRINCIPAIS RESULTADOS
Antweiler e Frank (2004)	Mensagens veiculadas na internet	2000	As mensagens sobre o desempenho das ações ajudam a antever a volatilidade do mercado. O efeito sobre os retornos das ações é estatisticamente significativo, mas pequeno em termos de valores.
Li (2006)	Relatórios anuais	1994-2005	Um aumento na percepção do risco nos relatórios está associado a menores lucros futuros. Empresas com maior aumento na percepção de risco têm resultados mais negativos no período seguinte.
Tetlock (2007)	Artigos de notícias	1984-1999	O pessimismo dos media especializados antevê uma pressão sobre os preços das ações.
Engelberg (2008)	Artigos de notícias	1999-2005	Informações qualitativas sobre os resultados permitem prever preços dos ativos para além das previsões realizadas com base em informações quantitativas. Informações qualitativas têm maior grau de previsibilidade dos retornos em horizontes mais longos.
Henry (2008)	<i>Press Releases</i>	1998-2002	O tom dos press releases influencia as reações dos investidores.
Tetlock, Saar-Tsechansky e Macskassy (2008)	Artigos de notícias	1980-2004	O conteúdo dos artigos das notícias permite capturar aspectos difíceis de quantificar dos fundamentos das empresas, que os investidores incorporam rapidamente nos preços das ações.
Carretta et al. (2011)	Artigos de notícias	2004-2010	O impacto do sentimento dos media sobre as reações do mercado de ações é moderado pelo nível de atenção dos investidores.
Durnev e Mangen (2011)	Relatórios financeiros republicados	1997-2005	O tom dos relatórios republicados afeta o retorno anormal das empresas.

*As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados*

AUTORES	OBJETO DE ESTUDO	PERÍODO	PRINCIPAIS RESULTADOS
Davis e Tama-Sweet (2012)	Artigos de notícias e relatórios	1998-2003	As empresas exibem níveis significativamente mais baixos de linguagem pessimista e níveis mais elevados de linguagem otimista em comunicados de imprensa em relação aos resultados evidenciados nos seus relatórios. A pesquisa também sugere uma associação negativa entre o nível de linguagem pessimista e o desempenho futuro da empresa.
Doran, Peterson e Price (2012)	Conferências de resultados	2004-2007	O tom das conferências tem um poder explicativo significativo para os retornos anormais imediatamente após os anúncios de ganhos trimestrais. A sessão de perguntas e respostas das conferências de resultados é dominada pelas observações introdutórias.
Engelberg, Reed e Ringgenberg (2012)	Artigos de notícias	2005-2007	Relação negativa entre vendas a descoberto e retornos futuros é duas vezes maior nos dias de notícias e quatro vezes maior em dias com notícias negativas.
Larcker e Zakolyukina (2012)	Conferências de resultados	2003-2007	A linguagem dos diretores executivos "enganosos" exibe mais referências ao conhecimento e menos referências à criação de valor para os acionistas.
Price et al. (2012)	Conferências de resultados	2004-2007	A secção de perguntas e respostas das conferências de resultados tem um poder explicativo incremental, principalmente em empresas que não pagam dividendos, ilustrando as diferenças no comportamento dos investidores com base no nível de incerteza do fluxo de caixa.
Jegadeesh e Wu (2013)	Formulários 10K	1995-2010	Relação significativa entre a medida do tom dos 10-Ks desenvolvida na pesquisa e a reação do mercado para palavras negativas e positivas. Também é sugerido que a escolha apropriada sobre ponderação dos termos na análise de conteúdo é pelo menos tão importante quanto uma compilação completa e precisa de uma lista de palavras.
Liu e McConnell (2013)	Artigos de notícias	1990-210	Ao analisar tentativas de aquisição que são acompanhadas por uma reação negativa do preço das ações no seu anúncio, o estudo sugere que, ao decidir abandonar uma tentativa de redução de valor, a reação do preço das ações da empresa no anúncio é influenciada pelo nível e pelo tom dos media para a transação proposta.
Ferguson et al. (2015)	Artigos de notícias	1981-2010	Tanto o tom como o volume dos artigos de notícias veiculados nos media permitem a previsão dos retornos anormais que ocorrerão no período seguinte, sendo que volume dos artigos apresenta um impacto mais pronunciado do que o tom.
Burgoon et al. (2016)	Conferências de resultados	-	Existência de padrões diferentes da comunicação dos CEOs e CFOs nos casos em que a empresa está relacionada a casos de fraudes corporativas.
Moreira et al. (2016)	Conferências de resultados	2008-2015	Empresas com más notícias fornecem mais informações durante as sessões de conferência de resultados do que empresas com boas notícias.
Jancenelle, Storrud-Barnes e Javalgi (2017)	Conferências de resultados	-	Características presentes nos discursos durante as conferências de resultados têm efeito positivo na percepção do mercado, tais como potencial inovador e disposição a assumir riscos. Por outro lado, traços de agressividade têm efeito negativo sobre essa mesma percepção

Fonte: Adaptado de Souza (2017)

## **4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS**

Este capítulo contém a parte empírica da investigação, apresentando a análise dos resultados, com a finalidade de atingir os objetivos propostos e responder à pergunta de investigação enunciada.

Para responder à questão de investigação proposta, relativa à relação entre a existência de linguagem otimista e pessimista nos comunicados de resultados das empresas, foi construída uma base de dados com as narrativas dos comunicados trimestrais das empresas com valores cotados entre os anos de 2014 e 2017, destacando a quantidade de palavras que foram classificadas como otimistas ou pessimistas, o número de palavras do comunicado, o número de páginas do comunicado, o setor de atividade da empresa, o ativo (medida escolhida nesta investigação para representar a dimensão da empresa), volume de negócios (medida escolhida nesta investigação para representar o desempenho da empresa) bem como o EBITDA desse trimestre e por fim ano, o trimestre e o nome correspondente a cada uma destas informações.

Dando introdução à análise dos resultados obtidos, a versão final da base de dados construídas inclui a análise a 18 empresas e um total de 273 comunicados sobre resultados, perfazendo uma média de 15,16 comunicados de resultados analisados por empresa.

Os 273 comunicados das 18 empresas com valores cotados contêm um total de 923.473 palavras.

Foram identificadas num total de 38.262 palavras sobre o resultado das empresas, sendo 24.780 classificadas como positivas e 13.482 classificadas como negativas.

A média do tom consolidado foi de 0,35<sup>10</sup> o que significa que há uma tendência para os comunicados divulgados pelas empresas sobre os seus resultados trimestrais serem mais otimistas.

A tabela 2 apresenta a quantidade de comunicados analisados por empresa e a tabela 3 a mesma informação, mas por setor de atividade.

---

<sup>10</sup> Média anual ao longo do período de 2014 a 2017

**Tabela 2** – Número de Comunicados Analisados por Empresa

<b>Empresas</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Altri	16	5.9
BCP	16	5.9
Corticeira Amorim	16	5.9
CTT	16	5.9
EDP	16	5.9
EDP REN	16	5.9
Galp	16	5.9
Ibersol	12	4.4
J. Martins	16	5.9
Mota-Engil	8	2.9
Navigator (Portucel)	16	5.9
NOS	16	5.9
Novabase	13	4.8
Ramada	16	5.9
REN	16	5.9
Semapa	16	5.9
Sonae	16	5.9
Sonae Capital	16	5.9
Total	273	100.0

**Tabela 3** – Número de Comunicados por Setor de Atividade

<b>Setores de atividade</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Bancos	16	5.9
Bens de Consumo	16	5.9
Construção e materiais	8	2.9
Electricidade	48	17.6
Industria e comercio de aços	16	5.9
Produção de Petróleo e Gás	16	5.9
Produtos industriais gerais	16	5.9
Retalho	32	11.7
Serviços Financeiros	16	5.9
Silvicultura e papel	32	11.7
Tecnologias de Informação	13	4.8
Telecomunicações	16	5.9
Transporte industrial	16	5.9
Viagens e Lazer	12	4.4
Total	273	100.0

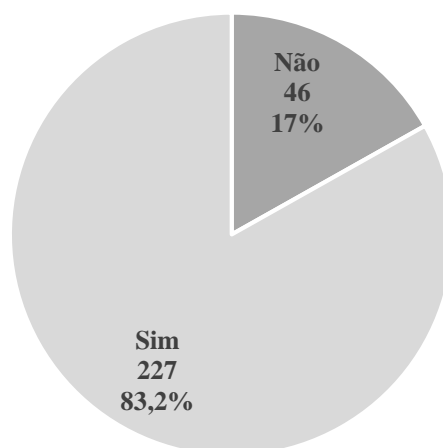
O setor com mais comunicados analisados foi o da Eletricidade e o que teve menos comunicados analisados foi o setor da Construção e Materiais. Um dos motivos que poderá estar associado ao maior número de comunicados por parte das empresas do sector

elétrico tem que ver com a presença destas empresas em vários mercados espalhados um pouco por todo o mundo e a necessidade de divulgar a informação financeira pelas diversas áreas de negócio. Através da análise de conteúdo realizada aos comunicados sobre resultados das empresas do setor da eletricidade foi possível verificar que estas empresas dedicam uma parte significativa da sua divulgação a descrever os seus resultados por cada uma das suas áreas de negócio. Outro dos motivos deve-se ao facto da amostra de 18 empresas incluir 3 empresas do setor elétrico.

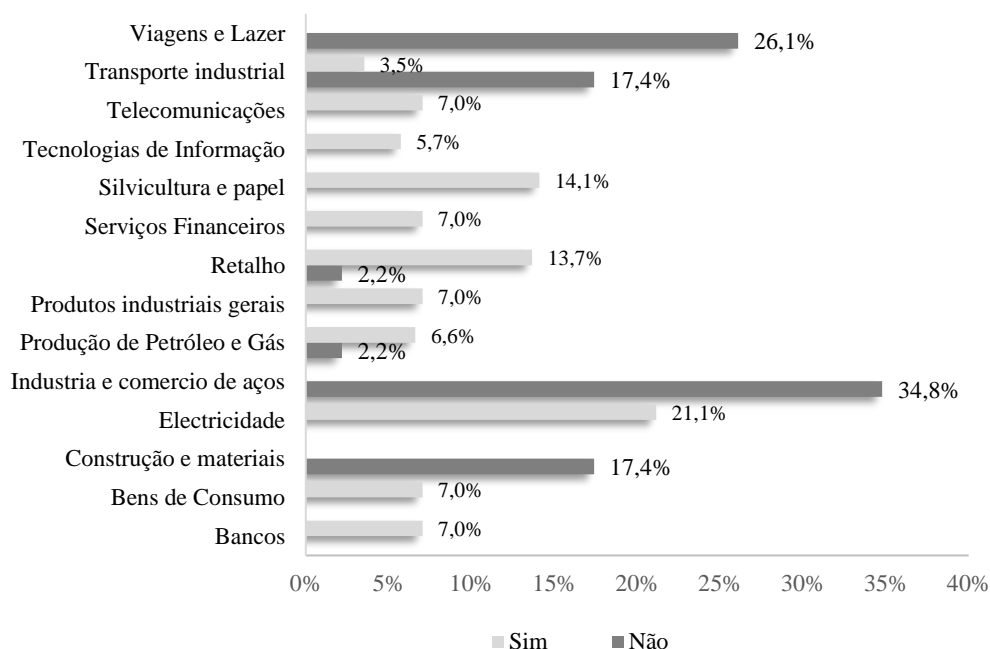
A tabela nº 4 apresenta a percentagem de empresas que emitiram comunicado no período analisado. A esmagadora maioria das empresas (83.2%) que compõem a amostra referem ter emitido comunicados. No entanto, há que sublinhar que uma fatia de 16.8% não tem comunicado, sendo essa realidade mais frequente nos setores indústria e comércio de aços (34.8%), de viagens e lazer (26.1%) e no setor de transporte individual (17.4%).

Pensamos que para as empresas destes setores, o facto de divulgarem informação financeira para além do exigido pelo Código dos Valores Mobiliários, poderá não ter grande importância uma vez que conseguem captar o interesse dos utilizadores da informação financeira através de outros canais de informação como por exemplo a divulgação de notícias através das suas páginas da internet.

**Tabela 4** – Percentagem de Empresas com Comunicado



**Tabela 5** – Percentagem de Empresas com comunicado por setor de atividade



Por outro lado, as empresas que mais se destacam por ter comunicado inserem-se no setor da eletricidade (21.1%), silvicultura e papel (14.1%) e retalho (13.7%).

Efetuada uma análise descritiva e evolutiva da informação recolhida, com base nas principais medidas de tendência central e dispersão, é possível perceber que o número médio de palavras otimistas é superior em 2015 (96 palavras em média e um mínimo de 11) comparativamente aos restantes anos. Outro ano que regista valores otimistas muito similares é 2017 (onde em média os comunicados contiveram 91 palavras otimistas e um mínimo de 10).

Em contrapartida, é em 2016 que se verificam comunicados com maior número médio de palavras pessimistas (56) e máximo (321). Naturalmente que estes valores impactam a performance anual do score/índice denominado “linguagem consolidada” (no qual se atribui o mesmo peso às palavras otimistas e pessimistas).

Em termos de número de páginas dos comunicados feitos pelas empresas não se observam diferenças de ano para ano, variando sim o número de palavras que tendem a diminuir de 2016 em diante.

A tabela 6 sintetiza a descrição estatística univariada da contagem de palavras e respetivo sentido (otimista ou pessimista) existente nos comunicados das empresas em cada ano, bem como informação da performance ou saúde dos negócios das mesmas.

As médias das variáveis para o tom otimista (denominado tom\_o) e o tom pessimista (denominado tom\_p) são de 90,75 e 49,25 atribuições por comunicado respetivamente, sugerindo que, em média, as divulgações sobre resultados são mais otimistas do que pessimistas em termos de contagem de palavras. Esta observação, ainda que não complementemente comparável devido às diferentes metodologias utilizadas, é consistente com os resultados preliminares de Davis et al. (2014) e Huang et al. (2014).

Podemos também verificar que a variável para o tom consolidado (denominado tom\_c), observa-se que, em média, o tom da linguagem, em que atribuímos o mesmo peso às palavras otimistas e pessimistas, é pronunciadamente mais otimista.

Este resultado vai de encontro à mesma característica presente nas narrativas reportadas nos estudos anteriores. O trabalho de García Osma e Guillamón-Saorín (2011), por exemplo, em que a média da variável oscilava entre 0.152 e 0.201<sup>11</sup>, ou nos trabalhos de Huang et al (2014), em que a média da variável atingiu o valor de 0.43<sup>12</sup>; e Davis et al. (2014), em que os valores da média das diversas medidas do tom da linguagem atingiram os valores de 1.54, 1.95 e 0.59, todas enfatizando a aparente sobreposição do tom otimista em relação ao tom pessimista.

---

<sup>11</sup> A escala varia entre -1, em que evidencia uma linguagem com tendência mais pessimista; e +1, que por sua vez evidencia uma linguagem com tendência mais otimista.

<sup>12</sup> Medida através da diferença entre a quantidade de palavras positivas e palavras negativas, divididos pelo total de palavras analisadas nos *press releases*.



**Tabela 6 – Análise Descritiva Univariada**

Variáveis	Estatísticas	2014	2015	2016	2017
Palavras otimistas	Mediana	74	82	78	80
	Média	89	96	87	91
	Desvio Padrão	65	68	63	65
	Mínimo	4	11	6	10
	Máximo	274	244	231	300
Palavras pessimistas	Mediana	39	23	30	36
	Média	45	50	56	46
	Desvio Padrão	34	60	69	41
	Mínimo	2	1	4	1
	Máximo	118	286	321	229
Linguagem_C	Mediana	0.37	0.47	0.26	0.36
	Média	0.33	0.44	0.27	0.37
	Desvio Padrão	0.28	0.25	0.31	0.23
	Mínimo	-0.4	-0.13	-0.4	-0.09
	Máximo	0.84	0.93	0.88	0.93
Nº Palavras	Mediana	2240	2137	2448	2415
	Média	3350	3474	3455	3247
	Desvio Padrão	3289	3446	3145	2804
	Mínimo	198	211	261	280
	Máximo	14824	15576	13793	11728
Ativo	Mediana	3368.37	3541.84	3019.2	3477.04
	Média	10304.12	10305.03	10446.85	10626.77
	Desvio Padrão	19689.3	19263.73	18963.41	18862.16
	Mínimo	179.53	180.97	196.81	0
	Máximo	82348	78730	76295	73024
Volume de Negócios	Mediana	515.1	495.3	497.26	518.15
	Média	1861.14	1826.96	1786.16	2010.61
	Desvio Padrão	3397.92	3214.23	3044.39	3497.76
	Mínimo	27.68	26.79	27.97	33.64
	Máximo	18021	15517	14622	16276
Ebitda do 1º trimestre	Mediana	0	0	0	0
	Média	86.36	132.57	132.08	1074.78
	Desvio Padrão	471.89	551.3	575.11	7646.43
	Mínimo	-350	0	0	0
	Máximo	3797	3814	4336	62000
Ebitda do 2º trimestre	Mediana	0	0	0	0
	Média	151.43	246.16	194.8	1428.38
	Desvio Padrão	676.61	1254.25	900.41	9868.34
	Mínimo	0	0	0	0
	Máximo	4080	9590	6201	80000
Ebitda do 3º trimestre	Mediana	0	0	0	0
	Média	183.41	225.2	238.78	2252.99
	Desvio Padrão	853.95	1129.46	1168.93	16041.12
	Mínimo	0	0	0	0
	Máximo	6220	8320	8000	130000
Ebitda do 4º trimestre	Mediana	0	0	0	0
	Média	136.22	151.54	2084	2096.8
	Desvio Padrão	631.01	695.18	14159.92	15163.95
	Mínimo	0	0	0	0
	Máximo	4899	5101	115000	123000
EBITDA Anual	Mediana	903.2	1142	1171	1366
	Média	125636.83	143374.28	146452.18	194941.37
	Desvio Padrão	324289.43	379119.22	353410.26	459081.69
	Mínimo	25.4	32.7	47.1	65.3
	Máximo	1314000	1564000	1411000	1869000
Nº Páginas	Mediana	17	16	18	16
	Média	16	16	17	16
	Desvio Padrão	9	10	9	9
	Mínimo	0	0	0	0
	Máximo	35	35	36	35

Analizando a distribuição das variáveis relacionadas com a contagem de palavras e sua tipologia, verifica-se que em cada um dos anos analisados só o número de páginas e a linguagem consolidada apresentam uma distribuição normal ou constante (sig. > 0.05). Relativamente ao número de palavras utilizadas nos comunicados pelas empresas, quer com sentido otimista, quer com sentido pessimista a distribuição nunca é normal (sig. < 0.05), a exceção do ano 2014 em que se apresenta mais equilibrada (sig. 0.068) a distribuição das palavras pessimistas.

**Tabela 7** – Análise de distribuição (teste Kolmogorov-Smirnov)

<b>Tipo de linguagem</b>	<b>Ano</b>	<b>K-S Test *</b>	<b>df</b>	<b>Sig.</b>
Palavras otimistas	2014	0.138	70	<b>0.002</b>
	2015	0.120	70	<b>0.014</b>
	2016	0.121	67	<b>0.016</b>
	2017	0.127	66	<b>0.010</b>
Palavras pessimistas	2014	0.102	70	0.068
	2015	0.219	70	<b>&lt; 0.001</b>
	2016	0.225	67	<b>&lt; 0.001</b>
	2017	0.136	66	<b>0.004</b>
Linguagem consolidada	2014	0.084	70	.200*
	2015	0.104	70	0.060
	2016	0.069	67	.200*
	2017	0.092	66	.200*
Nº Palavras	2014	0.172	66	<b>&lt; 0.001</b>
	2015	0.177	67	<b>&lt; 0.001</b>
	2016	0.194	66	<b>&lt; 0.001</b>
	2017	0.145	65	0.002
Nº Páginas	2014	0.092	66	.200*
	2015	0.092	67	.200*
	2016	0.066	66	.200*
	2017	0.089	65	.200*

\* Kolmogorov-Smirnov

Este cenário traduz a existência de muitas disparidades por setor no que respeita à tendência dos comunicados que são emitidos por parte das empresas em análise. Nesse sentido, procurou-se identificar quais os setores que ao longo dos quatro anos em estudo registam diferenças estatisticamente significativas na forma dos comunicados emitidos.

**Tabela 8** – Análise comparativa do conteúdo dos comunicados por setor ao longo dos 4 anos

Setores	Palavras otimistas		Palavras pessimistas		Linguagem Consolidada		N° Palavras		N° Páginas	
	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.
Bancos	5.107	<b>0.017</b>	7.136	<b>0.005</b>	25.478	<b>0.000</b>	24.778	<b>0.000</b>	11.600	<b>0.001</b>
Bens de Consumo	3.182	0.063	6.828	<b>0.006</b>	9.984	<b>0.001</b>	4.952	<b>0.018</b>	6.444	<b>0.008</b>
Construção e materiais	0.138	0.932	0.625	0.635	1.060	0.459	0.183	0.902	-	-
Electricidade	0.662	0.580	0.151	0.929	1.957	0.134	0.060	0.980	0.003	1.000
Industria e comercio de aços	0.294	0.829	3.692	0.043	2.606	0.100	0.060	0.980	0.679	0.581
Produção de Petróleo e Gás	7.679	<b>0.004</b>	5.984	<b>0.010</b>	7.943	<b>0.003</b>	0.596	0.630	1.354	0.304
Produtos industriais gerais	4.540	0.024	1.810	0.199	3.346	0.056	1.729	0.214	0.255	0.856
Retalho	0.162	0.921	1.978	0.140	5.041	<b>0.006</b>	0.041	0.989	0.642	0.595
Serviços Financeiros	3.569	0.047	2.483	0.111	1.531	0.257	0.283	0.837	1.204	0.354
Silvicultura e papel	1.673	0.195	5.302	<b>0.005</b>	10.723	<b>0.000</b>	2.193	0.111	1.010	0.403
Tecnologias de Informação	1.889	0.202	4.223	<b>0.040</b>	4.093	<b>0.043</b>	2.701	0.108	4.912	<b>0.027</b>
Telecomunicações	4.764	<b>0.021</b>	4.511	<b>0.024</b>	1.780	0.204	5.595	<b>0.012</b>	<b>9.165</b>	<b>0.002</b>
Transporte industrial	7.485	<b>0.004</b>	5.397	<b>0.014</b>	13.341	<b>0.000</b>	2.783	0.086	0.058	0.981
Viagens e Lazer	0.974	0.451	0.389	0.764	0.186	0.903	17.338	<b>0.001</b>	2.730	0.114

F = Anova One-Way

De acordo com a análise da variância (Anova) do conteúdo dos comunicados emitidos ao longo dos quatro anos analisados, verifica-se que os setores onde o número de palavras otimistas difere significativamente ao longo do tempo é o setor da produção de petróleo e gás (F 7.679, sig. 0.004), do transporte industrial (F 7.485, sig. 0.004), da banca (F 5.107, sig. 0.017) e das telecomunicações (F 4.764, sig. 0.021).

Já no que diz respeito às palavras pessimistas, destacam-se diferenças estatisticamente significativas no seu número de ano para ano, também no setor da banca (F 7.136, sig. 0.005), silvicultura e papel (F 5302, sig. 0.005), bens de consumo (F 6.828, sig. 0.006), Produção de petróleo e gás (F 5.984, sig. 0.010), transporte industrial (F 5.397, sig. 0.014), telecomunicações (F 4.511, sig. 0.024), e tecnologias de informação (F 4.223, sig. 0.040). A explicação para o setor da banca poderá estar relacionada com a grave crise que afetou o setor e a grande crise do Banco Espírito Santo em 2014 que também condicionou o Banco Comercial Português.

No entanto, em termos de linguagem consolidada os setores que apresentam maiores diferenças ao longo dos anos são: a banca (F 25.478, sig. < 0.001), transporte industrial (F 13.341, sig. < 0.001), silvicultura (F 10.723, sig. < 0.001), bens de consumo (F 9.984, sig. 0.001), produção de petróleo e gás (F 7.943, sig. 0.003), retalho (F 5.041, sig. 0.006), tecnologias de informação (F 4.093, sig. 0.043).

No que respeita à quantidade de palavras (independentemente do seu sentido) utilizadas nos comunicados em cada um dos anos, dos catorze setores em análise são quatro os que apresentam diferenças estatisticamente significativas a esse nível: banca (F 24.778, sig. < 0.001), viagens e lazer (F 17.338, sig. 0.001), telecomunicações (F 5.595, sig. 0.012) e bens de consumo (F 4.952, sig. 0.018).

Finalmente, quanto ao número de páginas dos comunicados emitidos pelas empresas, verifica-se que são as que integram os setores da banca (F 11.600, sig. 0.001), telecomunicações (F 9.165, sig. 0.002), bens de consumo (F 6.444, sig. 0.008) e tecnologias de informação (F 4.912, sig. 0.002) aquelas que apresentam diferenças estatisticamente significativas ao longo dos 4 anos.

Adicionalmente foi realizada uma análise comparativa tendo por base os setores de atividade, para identificação de diferenças estatisticamente significativas na forma de comunicar das empresas.

**Tabela 9** – Diferenças entre setores de atividade no que respeita à variação do nº de palavras otimistas

Sig. ANOVA Post Hoc Tests Games-Howell	Banca	Bens de Consumo	Construção e materiais	Electricidade	Industria e comercio de açós	Produção de Petróleo e Gás	Produtos industriais gerais	Retailho	Serviços Financeiros	Silvicultura e papel	Tecnologias de Informação	Telecomunicações	Transporte industrial	Viagens e Lazer
Banca	-	0.000	0.003	0.001	0.000	0.000	0.000	1.000	0.918	0.008	0.000	0.029	0.000	0.000
Bens de Consumo	0.000	-	0.990	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.000	1.000	0.000	0.000	0.003
Construção e materiais	0.003	0.990	-	1.000	0.000	0.000	0.000	0.006	0.037	0.000	0.984	0.000	0.000	0.007
Electricidade	0.000	1.000	1.000	-	0.000	0.000	0.000	0.001	0.009	0.000	1.000	0.000	0.000	0.033
Industria e comercio de açós	0.000	0.000	0.000	0.000	-	0.958	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.815	0.000
Produção de Petróleo e Gás	0.000	0.000	0.000	0.000	0.958	-	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.815	0.000
Produtos industriais gerais	0.000	0.000	0.000	0.000	0.968	1.000	-	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.828	0.000
Retailho	1.000	0.000	0.006	0.001	0.000	0.000	0.000	-	1.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000
Serviços Financeiros	0.918	0.004	0.037	0.009	0.000	0.000	0.000	1.000	-	0.000	0.003	0.000	0.000	0.000
Silvicultura e papel	0.008	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-	0.000	1.000	0.000	0.000
Tecnologias de Informação	0.000	1.000	0.984	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.003	0.000	-	0.000	0.000	0.002
Telecomunicações	0.029	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	1.000	0.000	-	0.000	0.000
Transporte industrial	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.815	0.828	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-	0.008
Viagens e Lazer	0.000	0.003	0.007	0.033	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.008	-

Levene Statistic < 0.001

H0: Sig. ≥ 0.05 não difere significativamente

H1: Sig. < 0.05 difere significativamente

Pela análise da tabela nº 9 que resume os resultados de teste post hoc Anova Games-Howell (indicado para homogeneidade de variâncias não assumida – teste de Levene < 0.05), é perceptível que Viagens e Lazer é o setor que mais difere de todos os outros no que toca a número de palavras otimistas (uma vez que regista sempre sig. < 0.05 face aos restantes setores).

Silvicultura e papel é o segundo setor que mais difere dos demais em termos de maior quantidade de palavras otimistas, excetuando quando comparado com o setor das Telecomunicações (sig. = 1.000). Este último, por sua vez, é o terceiro setor que mais difere dos demais em termos de maior quantidade de palavras otimistas.

**Tabela 10** – Diferenças entre setores de atividade no que respeita à variação do nº de palavras pessimistas

Sig. ANOVA Post Hoc Tests Games-Howell	Banca	Bens de Consumo	Construção e materiais	Electricidade	Indústria e comércio de aços	Produção de Petróleo e Gás	Produtos industriais gerais	Retail	Serviços Financeiros	Silvicultura e papel	Tecnologias de Informação	Telecomunicações	Transporte industrial	Viagens e Lazer
Banca		0.018	1.000	1.000	0.000	0.002	0.000	0.983	1.000	0.000	0.045	0.000	0.000	0.013
Bens de Consumo	0.018		0.306	0.004	0.277	1.000	0.413	0.078	0.001	0.000	1.000	0.000	0.707	1.000
Construção e materiais	1.000	0.306		1.000	0.052	0.171	0.057	0.998	1.000	0.000	0.416	0.010	0.079	0.351
Electricidade	1.000	0.004	1.000		0.000	0.000	0.000	0.897	1.000	0.000	0.014	0.000	0.000	0.001
Indústria e comércio de aços	0.000	0.277	0.052	0.000		0.190	1.000	0.000	0.000	0.000	0.116	0.000	0.743	0.000
Produção de Petróleo e Gás	0.002	1.000	0.171	0.000	0.190		0.404	0.001	0.000	0.000	0.992	0.000	0.805	0.833
Produtos industriais gerais	0.000	0.413	0.057	0.000	1.000	0.404		0.000	0.000	0.000	0.181	0.000	0.991	0.000
Retail	0.983	0.078	0.998	0.897	0.000	0.001	0.000		0.862	0.000	0.208	0.000	0.000	0.016
Serviços Financeiros	1.000	0.001	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000	0.862		0.000	0.005	0.000	0.000	0.000
Silvicultura e papel	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.008	0.000	0.000
Tecnologias de Informação	0.045	1.000	0.416	0.014	0.116	0.992	0.181	0.208	0.005	0.000		0.000	0.374	1.000
Telecomunicações	0.000	0.000	0.010	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.008	0.000		0.000	0.000
Transporte industrial	0.000	0.707	0.079	0.000	0.743	0.805	0.991	0.000	0.000	0.000	0.374	0.000		0.002
Viagens e Lazer	0.013	1.000	0.351	0.001	0.000	0.833	0.000	0.016	0.000	0.000	1.000	0.000	0.002	

Levene Statistic < 0.001

H0: Sig. ≥ 0.05 não difere significativamente

H1: Sig. < 0.05 difere significativamente

Relativamente aos setores que mais diferem dos demais no que respeita a variação do número de palavras pessimistas usadas nos comunicados das empresas, destaca-se em primeiro lugar o setor da Silvicultura e papel (sempre com sig. < 0.05 face aos restantes setores), seguido pelo setor das telecomunicações.

Os resultados obtidos através da análise de variância (Anova) indiciam que, de uma forma geral, existem fatores determinantes que influenciam a forma de comunicar (mais otimista / mais pessimista) das empresas nos seus comunicados. Desta feita, realizou-se um modelo de regressão linear múltiplo, com método por etapas, para identificar quais as variáveis que tendem a influenciar ou determinar o uso de palavras otimistas nos comunicados das empresas estudadas.

Na figura abaixo podemos ver quais os resultados obtidos por etapa, ou seja, por variável de entrada no modelo. No step 1 foi identificada a variável com mais peso, no step 2 a segunda mais importante e assim sucessivamente até não haver mais variáveis com valor contributivo para explicação da variável dependente (linguagem\_o).

Através do step 4 conseguimos perceber que as variáveis “Nº de palavras”, “EBITDA Anual”, “Ativo” e “EBITDA 4º trimestre” influenciam 32,6% o uso de palavras otimistas.

**Tabela 11** – Regressão Linear Múltipla com Método por Etapas (Stepwise) para identificação de fatores determinantes do uso de palavras otimistas

Model Summary <sup>a</sup>									
Model	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R <sup>2</sup> Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.531 <sup>a</sup>	0.282	0.279	0.282	102.700	102.700	1	262	0.000
2	.553 <sup>b</sup>	0.306	0.301	0.025	9.287	9.287	1	261	0.003
3	.570 <sup>c</sup>	0.324	0.317	0.018	6.996	6.996	1	260	0.009
4	.580 <sup>d</sup>	0.336	0.326	0.011	4.439	4.439	1	259	0.036

a. Predictors: (Constante), N° Palavras

b. Predictors: (Constante), N° Palavras, EBITDA Anual

c. Predictors: (Constante), N° Palavras, EBITDA Anual, Ativo

d. Predictors: (Constante), N° Palavras, EBITDA Anual, Ativo, Ebitda do 4º trimestre

e. Variável Dependente: Palavras otimistas

No global, com base na estatística F (Anova: 32.742, sig. < 0.001) que avalia a qualidade do ajustamento do modelo de regressão linear criado, é perfeitamente possível rejeitar a sua inadequabilidade (H0), aceitando a sua viabilidade ou capacidade preditiva (H1).

Na tabela 12 é possível verificar quais os coeficientes de regressão (individuais) de cada uma das variáveis independentes que determinam o comportamento da variável dependente – palavras otimistas.

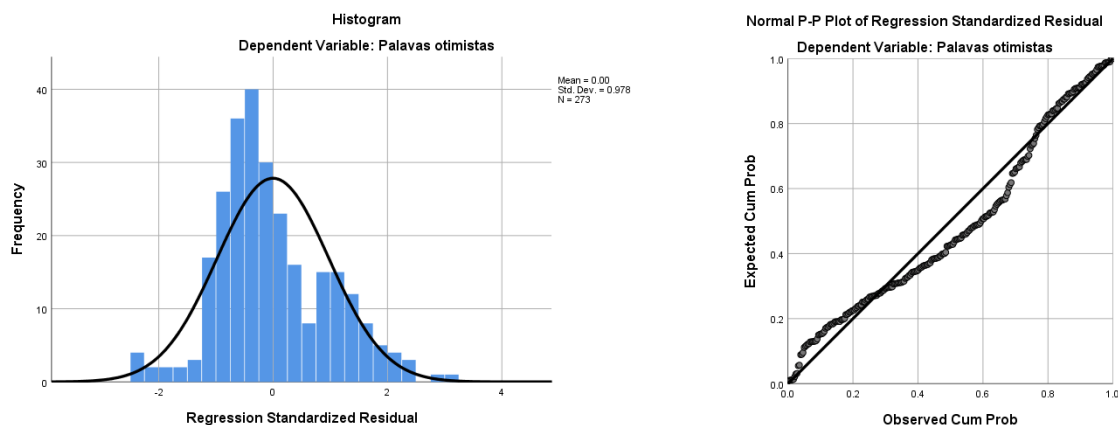
**Tabela 12** – Coeficientes de regressão linear múltipla explicativos do uso de palavras otimistas

Coefficients <sup>a</sup>							
Model	Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B	
	B		Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	59.318	5.287		11.219	0.000	48.906	69.730
N° Palavras	0.012	0.001	0.583	9.434	0.000	0.009	0.014
Step 4 EBITDA Anual	-2.636E-05	0.000	-0.154	-2.974	0.003	0.000	0.000
Ativo	-0.001	0.000	-0.154	-2.543	0.012	-0.001	0.000
Ebitda do 4º trimestre	0.001	0.000	0.107	2.107	0.036	0.000	0.001

a. Dependent Variable: Palavras otimistas

O histograma de distribuição das variáveis aleatórias residuais confirma também o pressuposto da normalidade da distribuição dos resíduos, registando média de 0 e desvio-padrão inferior a 1 (0.978).

**Tabela 13** – Pressupostos de avaliação do modelo de regressão linear múltipla para explicação dos fatores determinantes do uso de palavras otimistas



Precisamente o mesmo tipo de análise foi feito para identificar quais as variáveis que tendem a influenciar ou determinar o uso de palavras pessimistas nos comunicados das empresas estudadas.

**Tabela 14** – Regressão Linear Múltipla com Método por Etapas (Stepwise) para identificação de fatores determinantes do uso de palavras pessimistas

Model Summary <sup>c</sup>									
Model	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R <sup>2</sup> Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.597 <sup>a</sup>	0.356	0.354	42.996	0.356	144.956	1	262	0.000
2	.666 <sup>b</sup>	0.444	0.440	40.038	0.088	41.130	1	261	0.000

a. Predictors: (Constant), N<sup>o</sup> Palavras

b. Predictors: (Constant), N<sup>o</sup> Palavras, Ativo

c. Dependent Variable: Palavras pessimistas

São duas as variáveis independentes com poder preditivo ou explicativo sobre o uso de palavras pessimistas: o “N.º de Palavras”, e o “Ativo”. Ambas influenciam 44% o uso de palavras pessimistas.

No global, com base na estatística F (Anova: 104.144, sig. < 0.001) que avalia a qualidade do ajustamento do modelo de regressão linear criado, é perfeitamente possível rejeitar a sua inadequabilidade (H0), aceitando a sua viabilidade ou capacidade preditiva (H1).

Na figura abaixo é possível analisar com maior detalhe quais os coeficientes de regressão (individuais) de cada uma das variáveis independentes que determinam o comportamento da variável dependente – palavras pessimistas.

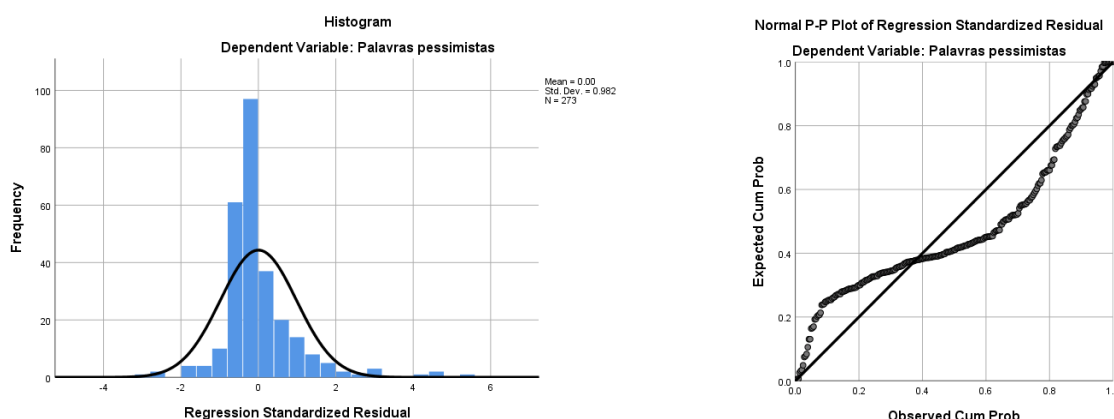
**Tabela 15** – Coeficientes de regressão linear múltipla explicativos do uso de palavras pessimistas

		Coefficients <sup>a</sup>					
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		95.0% Confidence Interval for B	
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
Step 2	(Constant)	15.655	3.859		4.057	0.000	8.057 23.254
	Nº Palavras	0.010	0.001	0.597	12.040	0.000	0.008 0.012
	(Constant)	15.162	3.594		4.218	0.000	8.084 22.240
	Nº Palavras	0.013	0.001	0.788	14.339	0.000	0.011 0.015
	Ativo	-0.001	0.000	-0.353	-6.413	0.000	-0.001 -0.001

a. Dependent Variable: Palavas pessimistas

O histograma de distribuição das variáveis aleatórias residuais confirma também o pressuposto da normalidade da distribuição dos resíduos, registrando média de 0 e desvio-padrão inferior a 1 (0.992).

**Tabela 16** – Pressupostos de avaliação do modelo de regressão linear múltipla para explicação dos fatores determinantes do uso de palavras pessimistas



Através do gráfico de dispersão pode-se concluir que a relação é linear positiva, ou seja, quanto maior a dimensão da empresa e o número de palavras utilizadas no comunicado sobre resultados, maior será também o número de palavras pessimistas utilizadas.

Relembramos as perguntas que serviram de base a esta investigação:

Os comunicados de imprensa trimestrais sobre resultados das empresas com valores cotados que utilizam linguagem predominantemente otimista refletem um bom desempenho financeiro? Sim, de acordo com os resultados estatísticos resultantes da aplicação do modelo de regressão linear múltipla é possível afirmar que, o uso de palavras predominantemente otimistas por parte da amostra de empresas com valores cotados que compõe esta dissertação, tende a estar significativamente correlacionado com indicadores de bom desempenho financeiro, o primeiro dos quais o EBITDA Anual que registra um



maior poder preditivo (sig. 0.003), sendo o EBITDA referente ao 4º trimestre de todos os analisados o mais significativo (sig. 0.036). O indicador Ativo financeiro também se mostra significativamente correlacionado (sig. 0.012) com o uso de palavras predominantemente otimistas.

Os comunicados de imprensa trimestrais sobre resultados das empresas com valores cotados que utilizam linguagem predominantemente pessimista refletem empresas com menores dimensões? O indicador financeiro recolhido nesta investigação que fornece indicação sobre a dimensão das empresas em análise é o “Ativo” que nos fornece informação acerca da dimensão das empresas da amostra. O modelo de regressão linear múltipla efetuado para responder à segunda questão de partida que motiva a presente investigação confirma uma correlação significativa, existente entre o uso de linguagem predominantemente pessimista e as empresas como menor ativo. Ou seja, o uso de palavras predominantemente pessimistas tende a ser maior por parte de empresas com menor dimensão, resultado que é verificado através do sentido negativo do coeficiente de correlação entre as duas variáveis e a significância estatística do valor do teste ( $t = -6.413$ , sig.  $< 0.001$ ). Esta correlação negativa é indicadora de que quanto menor o valor do ativo mais as empresas tendem a utilizar palavras pessimistas nos seus comunicados.

## **5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS**

O interesse de estudos sobre a escolha das palavras, linguagem e discurso empregues no contexto de divulgação de resultados é especificamente o que se convencionou chamar de tom das informações evidenciadas, no sentido em que, qualitativamente, é desejável que uma entidade apresente uma imagem mais (ou menos) favorável perante as partes interessadas na empresa.

Surge o problema desta dissertação, a de verificar se as palavras utilizadas pelas empresas com valores cotados nos comunicados de imprensa sobre resultados trimestrais “importam”. Neste trabalho foi adotado um ponto de vista específico para abordar esta questão: o tom linguístico.

De forma genérica, considera-se que o tom linguístico se refere ao uso de uma linguagem mais ou menos otimista em que a premissa básica é a de que informações de natureza quantitativa não permitem por si só a apresentação de um retrato fiel da situação das empresas, mais especificamente aspetos económicos e desempenho. Neste sentido, trabalhos anteriores já apontavam e propunham-se quantificar a tendência nas previsões sobre o desempenho nos negócios, associando empresas que apresentavam um grau mais elevado de risco nas operações e o uso mais acentuado de linguagem otimista ao descrever as suas expetativas para futuras operações.

Com base na metodologia proposta, foi construída uma base de dados formada por 18 empresas constituintes do PSI-20, perfazendo um total de 273 comunicados sobre resultados trimestrais referentes a um período de 4 anos, ou 16 trimestres, entre 2014 e 2017. Foram identificadas um total de 923.473 palavras, sendo 885.211 classificadas como neutras (i.e., não explicitando uma melhoria ou pioria dos resultados da empresa), 24.780 palavras otimistas (i.e., que explicitam uma melhoria dos resultados da empresa) e 13.482 palavras pessimistas (i.e., que explicitam uma pioria dos resultados da empresa).

A análise descritiva destas palavras, relacionando-as com o resultado das empresas sugere que as mesmas, ao longo dos comunicados, são quantitativamente mais otimistas do que pessimistas, tanto na análise de cada uma das empresas assim como nos períodos temporais analisados (anos e trimestres). A exemplo de Davis et al. (2014), para explicar o tom linguístico, a variável de desempenho utilizada nas previsões foi não apenas a referente ao próprio período da apresentação, mas adicionalmente a mesma variável para

os 4 trimestres seguintes. Deste modo, pretendeu-se verificar se de alguma forma as variáveis de tom previam resultados posteriores à apresentação. Essa intuição encontra-se apoiada na teoria da agência, no sentido de que os gestores que participam nas apresentações de resultados têm acesso a mais informações sobre o desempenho futuro do que os restantes utilizadores da informação.

Os resultados encontrados permitem afirmar que existem diferenças estaticamente significativas na quantidade de palavras otimistas/pessimistas entre os setores de atividade analisados. Outra ilação que retiramos da análise efetuada é que existem diferenças estatisticamente significativas na quantidade de palavras otimistas/pessimistas entre as empresas que emitiram e não emitiram comunicado sobre resultados trimestrais. As empresas que mais emitem comunicados tendem a utilizar maior quantidade de termos otimistas. Por sua vez, empresas que emitem menos comunicados tendem a utilizar maior quantidade de termos pessimistas. Não se observaram diferenças estatisticamente significativas no número de palavras otimistas e pessimistas por trimestre e ano de análise, ou seja, não há propriamente um ano em que tenha havido uma quantidade mais significativa (maior ou menor) de palavras otimistas ou pessimistas face aos outros trimestres e anos.

De certa forma, a pergunta que guiou a realização desta investigação foi respondida. Se perguntarmos se as palavras utilizadas nos comunicados sobre resultados importam, a resposta é positiva no sentido em que existem algumas relações significativas. De acordo com os resultados estatísticos resultantes da aplicação do modelo de regressão linear múltipla é possível afirmar que, o uso de palavras predominantemente otimistas por parte da amostra de empresas com valores cotados que compõe esta dissertação, tende a estar significativamente correlacionado com indicadores de bom desempenho financeiro, o primeiro dos quais o EBITDA Anual que regista um maior poder preditivo (sig. 0.003), sendo o EBITDA referente ao 4º trimestre de todos os analisados o mais significativo (sig. 0.036). O indicador Ativo financeiro também se mostra significativamente correlacionado (sig. 0.012) com o uso de palavras predominantemente otimistas. Os resultados encontrados neste trabalho estão em linha com as investigações de Davis et al. (2014), em que o tom aparece relacionado com o desempenho.

Ao longo da investigação fez sentido questionar acerca da relação, em termos estatísticos, entre as palavras escolhidas pelas empresas e a dimensão das empresas. O indicador

financeiro recolhido nesta investigação que fornece indicação sobre a dimensão das empresas em análise é o “Ativo” que nos fornece informação acerca da dimensão das empresas da amostra. Os resultados confirmam uma correlação significativa existente entre o uso de linguagem predominantemente pessimista e as empresas como menor ativo. O uso de palavras predominantemente pessimistas tende a ser maior por parte de empresas com menor dimensão, resultado que é comprovado com o sentido negativo do coeficiente de correlação entre as duas variáveis e a significância estatística do valor do teste. Esta correlação negativa é indicadora de que quanto menor o valor do ativo mais as empresas tendem a utilizar palavras pessimistas nos seus comunicados.

Os resultados apresentados na investigação refletem as características da amostra, de natureza não probabilística, não podendo os resultados serem generalizados para o restante tecido empresarial. Não obstante, os resultados devem ser interpretados tendo em vista o método utilizado, facto esse que por vezes impede a comparação com outros estudos que tenham utilizado semelhantes modelos estatísticos.

Ao analisar este ramo de investigação é importante ter em mente que existem diversos fatores que podem ter influenciado a linguagem utilizada e o desempenho das empresas analisadas e não fizeram parte da metodologia utilizada nesta investigação, tais como: crises, mudanças no ambiente de atuação e situação macroeconómica dos mercados em que essas empresas atuam e reportam as suas informações de natureza financeira e contabilística.

A principal limitação do estudo realizado advém do facto de que a sua principal variável não é diretamente observável. Logo, existe o risco de ocorrer um desvio na seleção das respetivas categorias de itens a serem observados na análise de conteúdo. Essa possibilidade torna-se mais relevante uma vez que a metodologia empregue foi desenvolvida pelo próprio pesquisador sem recurso à verificação de terceiros. A amostra do estudo foi restringida às empresas com valores cotados portuguesas, mais concretamente às entidades pertencentes ao PSI-20. Como a amostra se caracteriza como sendo de natureza não probabilística intencional, os resultados obtidos apenas se limitam às empresas estudadas. De forma similar, os resultados obtidos com o período utilizado para a análise da linguagem utilizada na divulgação não devem ser generalizados para outros períodos. Deve-se ainda ter em consideração que também que a variável escolhida para representar o desempenho presente e futuro é o EBITDA, sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, que traduzido para o português significa: "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização". Essa

escolha afeta a comparação dos resultados deste trabalho com os demais encontrados na literatura que porventura tenham utilizado outra métrica para desempenho.

Como sugestões para futuras investigações sobre o tema, pode-se destacar a utilização de outras formas de apresentação de resultados, como o foco nos próprios slides disponibilizados pelas empresas e outros meios de imprensa, tais como vídeos de apresentações, que permitam avaliar, por exemplo a linguagem corporal dos gestores.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agarwal, S., Chen, V., & Zhang, W. (2014). The information value of credit rating reports. Available at SSRN 2297138.
- Alicke, M. D., Klotz, M. L., Breitenbecher, D. L., Yurak, T. J., & Vredenburg, D. S. (1995). Personal contact, individuation, and the better-than-average effect. **Journal of Personality and Social Psychology**, 68(5):804–25.
- Allee, K. D., & DeAngelis, M. D. (2015). The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241-274.
- Arena, C., Bozzolan, S., & Michelon, G. (2014). Environmental Reporting: Transparency to Stakeholders or Stakeholder Manipulation? An Analysis of Disclosure Tone and the Role of the Board of Directors. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Boudt, K., & Thewissen, J. (2014). Managers Set the Tone: Equity incentives and the Tone of Earnings Press Releases. Available at SSRN 2396816.
- Ataullah, A., Vivian, A., & Xu, B. (2014) Do Actions Speak Louder Than Words? Optimistic Disclosure Tone, Insider Trading and Capital Structure.
- Barros, L.A.B.D.C., Silveira, A.D.M.D. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, 6(3), 293-335.
- Bozzolan, S., Cho, C. H., & Michelon, G. (2013). Impression Management and Organizational Audiences: The Fiat Group Case. **Journal of Business Ethics**.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2002). Do conference calls affect analysts' forecasts? **The Accounting Review**, 77(2), 285-316.
- Brochet, F., Loumrioti, M., & Serafeim, G. (2014). Speaking of the Short-term: Disclosure Horizon and Capital Market Outcomes. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, (12-072).
- Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, 37(3), 343-366.

- Choi, W. (2014). Disclosure Tone of the Spin-off Prospectus and Insider Trading (Doctoral dissertation, The Ohio State University).
- Clarkson, P. M., Dontoh, A., Richardson, G., & Sefcik, S. E. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. **Contemporary Accounting Research**, 8(2), 601-616.
- Costa, A. P. P., & Wood Jr., Thomaz. (2012). Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, 52(4), 464-472.
- Davis, A.K., Piger, J.M. and Sedor, L.M. (2007), "Beyond the numbers: managers' use of optimistic and pessimistic tone in earnings press releases". Working paper, December 2007, Available at Social Science Research Network (SSRN), <http://ssrn.com/abstract=875399>.
- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, 29(3), 804-837.
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868.
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2014). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. **Review of Accounting Studies**, 1-35.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? **The Journal of finance**, 40(3), 793-805.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1994). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective (No. w4777). National Bureau of Economic Research.
- Dikolli, S. S., Keusch, T., Mayew, W. J., & Steffen, T. D. (2014). Using Shareholder Letters to Measure CEO Integrity. Available at SSRN 2131476.
- Doran, J. S., Peterson, D. R., & Price, S. M. (2012). Earnings conference call content and stock price: the case of REITs. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, 45(2), 402-434.

- Druz, M., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2015). Tips and Tells from Managers: How Analysts and the Market Read Between the Lines of Conference Calls (No. w20991). National Bureau of Economic Research.
- Friedman, M. (1953). The methodology of positive economics. *Essays in positive economics*, 3(3).
- García Osma, B., & Guillamón-Saorín, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. **Accounting, Organizations and Society**, 36(4-5), 187–208.
- Gradilone, C. (2015). Dona Janet perde a paciência. Isto é dinheiro, p. Adaptado de: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/investidores/20150323/dona-janet-perde-paciencia/243801.shtml>
- Guillamon Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. C. (2014). Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcement. Available at SSRN 2011889.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. **Journal of accounting and economics**, 20(2), 125-153.
- Henry, E. (2006). Are investors influenced by how earnings press releases are written? Working paper, November 2006, Available at Social Science Research Network (SSRN), <http://ssrn.com/abstract=933100>.
- Henry, E. (2008) Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? **Journal of Business Communication**, 45(4).
- Huang, X., Teoh, S. H. & Zhang, Y. (2014) Tone Management. **The Accounting Review**. 89:3, 1083-1113
- Huang, I. T., Kang, S. M., & Jin, S. J. (2014). A delisting prediction model based on nonfinancial information. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, (ahead-of-print), 1-21.
- Jones, M.; Shoemaker, P. (1994) Accounting narratives: a review of empirical studies of content and readability. **Journal of Accounting Literature**, Gainesville, v. 13, p. 142
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1977). Intuitive prediction: Biases and corrective procedures. DECISIONS AND DESIGNS INC MCLEAN VA.



- Keynes, J. M. (1982). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Atlas.
- Kim, Y. H., & Chung, S. G. (2014). Are Female CFOs Better at Improving Readability of the Annual Reports? Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2402879> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2402879>
- Kunda, Z. (1987). Motivated inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories. **Journal of Personality and Social Psychology**, 53(4), 636.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B. Phillips, L.D. (1982) Calibration of probabilities: the state of the art to 1980. In: Kahneman, Daniel, Slovic, Paul and Tversky, Amos, (eds.) *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK, pp. 306-334.
- Lopes, A. B., Martins, E. (2005). Teoria da contabilidade uma nova abordagem. São Paulo: Atlas.
- Lopes, J. E. M., Ribeiro, R. B., & Cavalcante, P. R. N. (2009). A Informação Contábil à Luz da Teoria da Comunicação. **Revista Ambiente Contábil**, 1(2), 22–37.
- Martins, G. A. (2002). Manual para elaboração de monografias e dissertações. São Paulo: Atlas
- Minhas, S., Poria, S., Hussain, A., & Hussainey, K. (2013). A review of artificial intelligence and biologically inspired computational approaches to solving issues in narrative financial disclosure. In **Advances in Brain Inspired Cognitive Systems** (pp. 317-327). Springer Berlin Heidelberg.
- Moreira, N. C., Ramos, F., Kozak-Rogo, J., & Rogo, R. (2016). Conference Calls: uma Análise Empírica do Conteúdo Informacional e do Tipo de Notícia Divulgada. *Brazilian Business Review*, 13(6), 304.
- Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. **Journal of Banking & Finance**, 36(4), 992-1011.
- Rushe, D. (18 Fevereiro 2015). Federal reserve cautioned to watch its language over interest rates, *The Guardian*, p. Recolhido de: <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/18/federal-reserve-interest-rates> language

- Schleicher, T., & Walker, M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. **Accounting and Business Research**, 40(4), 371–390.
- Smith, M. (2003). Research methods in accounting. Sage.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, 355-374.
- Spence, M., (1974). Introduction. In *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*. pp. 1–5.
- Stone, P., Dunphy, D. C., Smith, M. S., & Ogilvie, D. M. (1968). The general inquirer: A computer approach to content analysis. *Journal of Regional Science*, 8(1), 113-116.
- Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? **Acta Psychologica**, 47(2):143–48.
- Sydserff, R. and Weetman, P. (2002), "Development in content analysis: a transitivity index and DICTION scores", **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Vol. 15 No. 4, pp. 523-545.
- Tasker, S. C. (1998). Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. **Review of Accounting Studies**, 3(1-2), 137-167.
- Taylor, S. E. & Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. **Psychological Bulletin**, 103(2):193–210.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. **Journal of Personality and Social Psychology**, 39(5), 806.
- Wood Jr., T. (2000). Organizações de simbolismo intensivo. **Revista de Administração de Empresas**, 40(1), 20-28.
- Wood Jr., T., & Costa, A. P. P. (2012). Ações substantivas e simbólicas na criação e condução de uma fraude corporativa: o caso Boi Gordo. *Cadernos EBAPE.BR*, 10(4), 804–819. Retrieved from <http://www.scielo.br/pdf/cebape/v10n4/a03v10n4.pdf>
- Yuthas, K., Rogers, R. and Dillard, J. F. (2002), "Communicative action and corporate annual reports", **Journal of Business Ethics**, Vol. 41 No. 1/2, pp. 141-157.

## **APÊNDICES**

## APÊNDICE 1. EXEMPLOS DE COMUNICADOS



Num ambiente de forte concorrência na Polónia e em Portugal

### **Vendas consolidadas crescem 5,6% (a taxa de câmbio constante)**

#### **Principais destaques do primeiro trimestre ao nível do Grupo**

- ↑ Vendas Consolidadas crescem 5,6% (a taxa de câmbio constante) e atingem os 2.912 milhões de euros
- ↑ Cash Flow Operacional (EBITDA) cifra-se nos 158 milhões de euros
- ↑ Investimento de 109 milhões de euros, com 87% a serem canalizados para a Biedronka
- ↑ Lucro fixa-se nos 62 milhões de euros, com a principal contribuição a vir da Biedronka
- ↑ Reforço das quotas de mercado na Polónia e em Portugal
- ↑ Os novos negócios (Hebe e Ara) registaram vendas de 29 milhões de euros, no trimestre em que a Ara celebra o primeiro aniversário da operação na Colômbia



## PRESS RELEASE

Mozelos, 9 de maio, 2014

*Para informações adicionais contactar:*  
Cristina Amorim  
Administradora, Representante para as  
Relações com o Mercado  
tel: + 351 22 747 54 25  
[corticeira.amorim@amorim.com](mailto:corticeira.amorim@amorim.com)

[www.amorim.com](http://www.amorim.com)

## **Vendas da Corticeira Amorim sobem 3,8% no primeiro trimestre**

## **APÊNDICE 2. EXEMPLOS DE PALAVRAS OTIMISTAS**

ADEQUADO	SUSTENTADA	MAIS
ANIMADO	ALICERÇADA	SUPOSTOS
AUMENTO	REPERCUTINDO	FAVORÁVEL
AVANÇO	ALTA	FORTE
BENEFICIANDO	NOVA	GRANDE
BOM	HISTÓRICO	INCREMENTO
COMPENSOU	AVANÇO	MAIOR
CRESCIMENTO	SUCESSIVA	MELHOR
ELEVADO	IMPULSIONADO	MITIGADO
EXCELENTE	EXCECIONAIS	MUITO
ASSEGURADAS	DESTACAR	OPORTUNIDADE
ACRÉSCIMO	JUSTIFICADO	POSITIVA
PROSSEGUIDO	ROBUSTEZ	POUPANÇAS
EM LINHA	PICO	RACIONALIZAÇÃO
DISTINÇÃO	ATINGE	RECORDE
PERMITIU	COMPLEMENTA	RECUPERAÇÃO
ESFORÇO	ENCAIXAR	REFORÇO
ENFOQUE	LANÇAMENTO	SIGNIFICATIVO
PREDENCIAL	GALARDOADA	SUBIDA
APOIANDO	RECONHECIMENTO	SUCESSO
CONSECUTIVO	RELEVANTE	SUPERIOR
REGRESSO	CONFORTÁVEL	VALORIZAÇÃO

### **APÊNDICE 3. EXEMPLOS DE PALAVRAS PESSIMISTAS**

ABAIXO	DIMINUIU	RECUA
ACRESCIDOS	ESTRITA	REDUÇÃO
ADVERSOS	IMPACTOU	RETRAÇÃO
AFETADO	INFERIOR	COLATERALIZADS
APENAS	MENOR	PARCIALMENTE
APESAR	MENOS	COMPROMETIDO
CONDICIONADA	MUITO	CONTRARIADO
DESCIDA	NEGATIVO	CONTRÁRIA
DESFAVORÁVEL	PENALIZADOR	
DESVALORIZAÇÃO	QUEBRA	

## APÊNDICE 4. CONTAGEM DAS PALAVRAS PARA A LINGUAGEM

Empresa	Ano	Trimestre	Tom otimista	Tom pessimista	Tom consolidado
ALTRI SGPS	2014	1	13	24	-0,30
		2	26	13	0,33
		3	32	10	0,52
		4	17	9	0,31
	2015	1	31	5	0,72
		2	36	6	0,71
		3	27	1	0,93
		4	21	7	0,50
	2016	1	10	6	0,25
		2	7	9	-0,13
		3	13	13	0,00
		4	16	8	0,33
	2017	1	10	12	-0,09
		2	21	5	0,62
		3	27	23	0,08
		4	20	5	0,60
B. COM. PORTUGUES	2014	1	166	40	0,61
		2	160	49	0,53
		3	160	46	0,55
		4	200	60	0,54
	2015	1	166	18	0,80
		2	170	42	0,60
		3	103	23	0,63
		4	102	23	0,63
	2016	1	76	34	0,38
		2	78	26	0,50
		3	66	30	0,38
		4	148	73	0,34
	2017	1	116	67	0,27
		2	137	65	0,36
		3	130	66	0,33
		4	136	74	0,30
CORTICEIRA AMORIM	2014	1	38	11	0,55
		2	53	16	0,54
		3	81	28	0,49
		4	73	15	0,66
	2015	1	66	16	0,61
		2	59	13	0,64
		3	51	15	0,55
		4	58	14	0,61
	2016	1	64	4	0,88
		2	89	12	0,76
		3	76	9	0,79
		4	91	13	0,75
	2017	1	71	19	0,58
		2	80	30	0,45
		3	76	60	0,12
		4	81	54	0,20

## APÊNDICE 4. CONTINUAÇÃO

CTT CORREIOS PORT	2014	1	28	11	0,44
		2	41	8	0,67
		3	35	8	0,63
		4	58	5	0,84
	2015	1	37	8	0,64
		2	37	7	0,68
		3	31	10	0,51
		4	35	15	0,40
	2016	1	26	17	0,21
		2	25	19	0,14
		3	16	16	0,00
		4	6	14	-0,40
	2017	1	12	11	0,04
		2	26	20	0,13
		3	15	15	0,00
		4	16	10	0,23
EDP	2014	1	66	64	0,02
		2	85	61	0,16
		3	90	68	0,14
		4	85	46	0,30
	2015	1	73	61	0,09
		2	120	122	-0,01
		3	112	112	0,00
		4	103	103	0,00
	2016	1	97	53	0,29
		2	112	84	0,14
		3	116	97	0,09
		4	99	96	0,02
	2017	1	103	101	0,01
		2	115	93	0,11
		3	113	83	0,15
		4	117	89	0,14
EDP RENOVA VEIS	2014	1	75	50	0,20
		2	75	71	0,03
		3	69	93	-0,15
		4	76	87	-0,07
	2015	1	94	59	0,23
		2	93	70	0,14
		3	109	52	0,35
		4	110	67	0,24
	2016	1	104	44	0,41
		2	103	54	0,31
		3	96	63	0,21
		4	92	57	0,23
	2017	1	80	53	0,20
		2	87	48	0,29
		3	107	38	0,48
		4	115	44	0,45



*As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados*

GALP ENERGIA -NOM	2014	1	16	37	-0,40
		2	20	34	-0,26
		3	24	19	0,12
		4	31	19	0,24
	2015	1	28	15	0,30
		2	25	7	0,56
		3	28	5	0,70
		4	23	5	0,64
	2016	1	14	30	-0,36
		2	14	20	-0,18
		3	15	20	-0,14
		4	15	17	-0,06
	2017	1	20	10	0,33
		2	23	19	0,10
		3	21	18	0,08
		4	21	3	0,75
IBERSOL, SGPS	2014	1	38	27	0,17
		2	39	35	0,05
		3	69	14	0,66
	2015	1	55	20	0,47
		2	53	32	0,25
		3	49	22	0,38
	2016	1	32	19	0,25
		2	40	25	0,23
		3	46	19	0,42
	2017	1	47	20	0,40
		2	47	21	0,38
		3	47	22	0,36
J. MARTINS, SGPS	2014	1	45	21	0,36
		2	46	38	0,10
		3	44	48	-0,04
		4	127	85	0,20
	2015	1	54	17	0,52
		2	73	13	0,70
		3	45	7	0,73
		4	109	11	0,82
	2016	1	76	12	0,73
		2	79	15	0,68
		3	78	17	0,64
		4	195	17	0,84
	2017	1	76	36	0,36
		2	102	35	0,49
		3	68	36	0,31
		4	182	24	0,77

*As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados*

MOTA ENGIL	2014	1	58	23	0,43
		2	79	38	0,35
		3	99	45	0,38
	2015	1	64	23	0,47
		2	85	88	-0,02
		3	85	67	0,12
	2016	2	67	55	0,10
	2017	2	74	32	0,40
NOS, SGPS	2014	1	117	77	0,21
		2	200	88	0,39
		3	241	70	0,55
		4	228	88	0,44
	2015	1	196	85	0,40
		2	239	110	0,37
		3	239	107	0,38
		4	244	142	0,26
	2016	1	187	109	0,26
		2	194	124	0,22
		3	206	106	0,32
		4	158	84	0,31
	2017	1	120	76	0,22
		2	150	91	0,24
		3	161	75	0,36
		4	139	76	0,29
NOVABASE	2014	1	84	15	0,70
		2	50	45	0,05
		3	53	36	0,19
		4	64	43	0,20
	2015	1	80	6	0,86
		2	73	10	0,76
		3	69	20	0,55
		4	84	9	0,81
	2016	1	51	31	0,24
		2	61	34	0,28
		4	73	21	0,55
	2017	2	77	4	0,90
		4	78	24	0,53

*As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados*

RAMADA	2014	1	19	2	0,81
		2	28	3	0,81
		3	25	3	0,79
		4	27	9	0,50
	2015	1	14	10	0,17
		2	27	8	0,54
		3	28	16	0,27
		4	33	15	0,38
	2016	1	22	8	0,47
		2	21	13	0,24
		3	16	15	0,03
		4	27	5	0,69
	2017	1	13	10	0,13
		2	23	10	0,39
		3	26	10	0,44
		4	46	6	0,77
REN	2014	1	15	3	0,67
		2	21	5	0,62
		3	4	8	-0,33
		4	14	6	0,40
	2015	1	11	2	0,69
		2	12	4	0,50
		3	13	4	0,53
		4	22	8	0,47
	2016	1	17	5	0,55
		2	11	7	0,22
		3	28	4	0,75
		4	17	6	0,48
	2017	1	26	1	0,93
		2	22	4	0,69
		3	22	1	0,91
		4	23	2	0,84
SEMAPA	2014	1	149	118	0,12
		2	121	96	0,12
		3	137	113	0,10
		4	175	111	0,22
	2015	1	200	205	-0,01
		2	206	200	0,01
		3	221	239	-0,04
		4	221	286	-0,13
	2016	1	205	278	-0,15
		2	153	221	-0,18
		3	188	321	-0,26
		4	231	297	-0,13
	2017	1	232	116	0,33
		2	242	140	0,27
		3	217	103	0,36
		4	300	229	0,13

*As Palavras Importam? A Linguagem Usada nos Comunicados de Imprensa sobre Resultados*

SONAE	2014	1	113	42	0,46
		2	179	55	0,53
		3	158	54	0,49
		4	192	36	0,68
	2015	1	158	35	0,64
		2	135	48	0,48
		3	154	49	0,52
		4	208	63	0,54
	2016	1	132	50	0,45
		2	133	61	0,37
		3	146	27	0,69
		4	203	43	0,65
	2017	1	148	54	0,47
		2	115	57	0,34
		3	137	49	0,47
		4	159	65	0,42
SONAE CAPITAL	2014	1	123	57	0,37
		2	104	37	0,48
		3	141	50	0,48
		4	163	66	0,42
	2015	1	92	35	0,45
		2	133	41	0,53
		3	124	45	0,47
		4	168	65	0,44
	2016	1	75	70	0,03
		2	85	47	0,29
		3	112	39	0,48
		4	137	60	0,39
	2017	1	68	43	0,23
		2	78	29	0,46
		3	92	31	0,50
		4	92	32	0,48
THE NAVIGATOR COMP	2014	1	149	105	0,17
		2	147	118	0,11
		3	166	114	0,19
		4	274	110	0,43
	2015	1	145	129	0,06
		2	224	88	0,44
		3	170	96	0,28
		4	181	139	0,13
	2016	1	139	106	0,13
		2	140	165	-0,08
		3	134	144	-0,04
		4	208	162	0,12
	2017	1	202	115	0,27
		2	157	48	0,53
		3	145	64	0,39
		4	162	97	0,25